全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·交易大师系列·

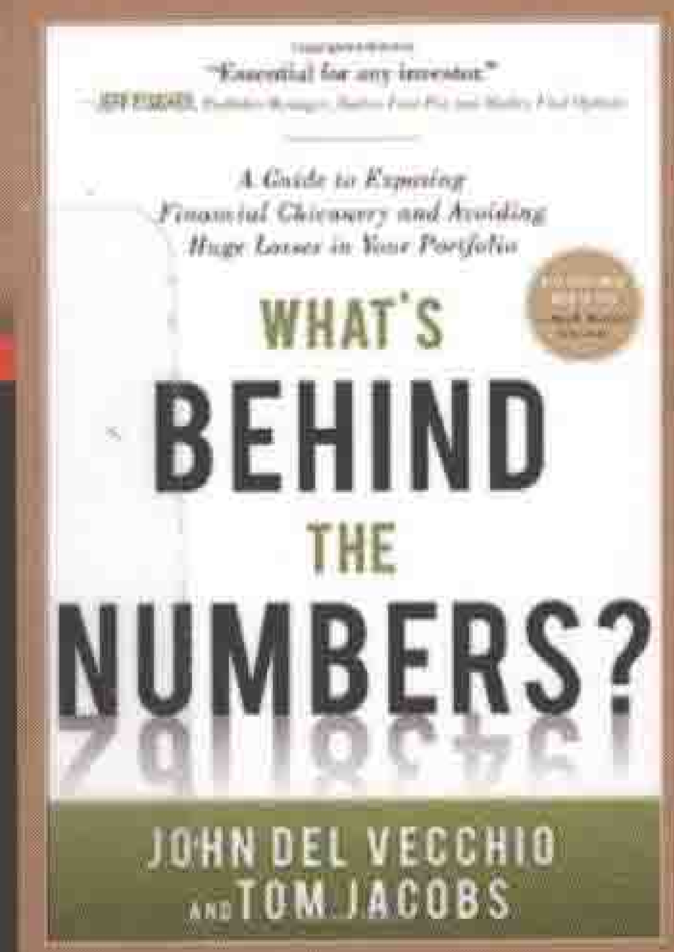
McGraw Hill Education

被美国股票投资者年鉴评为年度最畅销投资书

数字揭秘

构建股票多空投资策略

[美] John Del Vecchio，Tom Jacobs 著
高翔 伍茗 译



What's Behind the Numbers?

A Guide to Exposing Financial Chicanery and Avoiding Huge Losses in Your Portfolio



"所有投资者必备指南！"
——Jeff Fischer，Motley Fool投资经理



電子工業出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
http://www.phei.com.cn

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

·交易大师系列·

What's Behind the Numbers?

A Guide to Exposing Financial Chicanery and Avoiding Huge Losses in Your Portfolio

数字揭秘

构建股票多空投资策略

[美] John Del Vecchio, Tom Jacobs 著
高翔 伍茗 译

電子工業出版社
Publishing House of Electronics Industry
北京·BEIJING

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内 容 简 介

本书曾获美国“最畅销投资书”称号。全书通过大量的实际案例和直观的图表、浅显易懂的表述，阐述了如何对上市公司财务状况进行深入解读，通过财务数据计算出行之有效的指标，避开“地雷”个股，并运用这些结论去寻找绩优股。本书第二部分，则讲解如何巧妙构建自己的投资策略，获取超额收益。

本书适合个人与机构投资者，以及对投资理财感兴趣的所有人员阅读。

John Del Vecchio, Tom Jacobs
What's Behind the Numbers?A Guide to Exposing Financial Chicanery and Avoiding Huge Losses in Your Portfolio
ISBN：978-0-07-179197-7
Copyright © 2013 by McGraw-Hill Education.
All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.
This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education and Publishing House of Electronics Industry. This edition is authorized for sale in China Mainland.
Copyright © 2014 by McGraw-Hill Education and Publishing House of Electronics Industry.

版权所有。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途 径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。
本授权中文简体字翻译版由麦格劳-希尔（亚洲）教育出版公司和电子工业出版社合作出版。此版本经授权仅限在中国大陆销售。
版权©2014 由麦格劳-希尔（亚洲）教育出版公司与电子工业出版社所有。
本书封面贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签，无标签者不得销售。

版权贸易合同登记号 图字：01-2014-1799

图书在版编目（CIP）数据

数字揭秘：构建股票多空投资策略 /（美）德尔维奇奥（Vecchio,J.D.），（美）雅各布（Jacobs,T.）著；高翔，伍茗译. —北京：电子工业出版社，2015.1
（交易大师系列）
书名原文：What's Behind the Numbers? A Guide to Exposing Financial Chicanery and Avoiding Huge Losses in Your Portfolio
ISBN 978-7-121-24562-6

Ⅰ. ①数…　Ⅱ. ①德…　②雅…　③高…　④伍…　Ⅲ. ①股票投资—基本知识　Ⅳ. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2014）第 243579 号

责任编辑：高洪霞
印　　刷：三河市双峰印刷装订有限公司
装　　订：三河市双峰印刷装订有限公司
出版发行：电子工业出版社
　　　　　北京市海淀区万寿路 173 信箱　　邮编　100036
开　　本：720×1 000　1/16　印张：15.5　字数：230 千字
版　　次：2015 年 1 月第 1 版
印　　次：2015 年 1 月第 1 次印刷
定　　价：59.00 元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售缺，请与本社发行部联系，联系及邮购电话：（010）88254888。
质量投诉请发邮件至 zlts@phei.com.cn，盗版侵权举报请发邮件至 dbqq@phei.com.cn。
服务热线：（010）88258888。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

本书特点

高翔等翻译的《数字揭秘——构建股票多空投资策略》一书是从书“交易大师系列”的重要构成部分，本书从实践的角度进行金融分析，阐述了人们广泛接受的对于股票表现、预期回报、盈余质量及卖空机会的识别方法。教读者对公司财务报表进行梳理，并找出被隐藏了的低收益质量的资产。最后，本书描述了在一些特殊的情景下，符合卖空者想法的投资方法，用于现实的资产组合管理策略的技巧指南，这是传统的价值投资理念在量化投资中的典型应用。

本书第 1 章通过数据说明大家对股市的误解之处，比如：牛市中依然只有少数股票是正收益的现象；最低平均成本并不能取胜；指数的误区，以及卖空的风险等。通过这些阐述，读者需要明白的是，对上市公司的财务状况进行深入解读非常重要。

第 2～5 章则对一些核心的财务指标进行深入分析，包括：激进的收入确认；激进的存货管理；不可持续增长的盈余；现金流警示灯。

在财务报表中，作者认为收入虽然不是唯一的盈余质量分析因素，但却是最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的因素，其中着重需要分析的是：已变现收入还是可变现收入；应收账款周转天数；会计完工百分比问题；关联方收益；递延收入变动；非货币性交易；开单留置收入；一次性收益还是收入的利息收益；销售型租赁增长等。作者认为激进的收入确认为公司掩盖了真实盈余质量。

收入确认之后，存货是盈余质量分析的第二重要因素，除了传统的存货周转天数之外，还需要了解原材料周转天数、在制品周转天数；制成品周转天数等。当一家公司能够做好——了解它的客户需求、市场的季节性以及产品的风险——它就显示出了高盈余质量。当管理者出错时，存货分析可以表明潜在的问题。

除此之外，还需要根据资产负债表和损益表来判断公司中不可持续增长的盈余，比如：收入是否被高估、费用是否被低估、现金流是否不可持续等。报表中的每一个科目中，就要学会看会计变更，因为管理者可以隐藏在后面，操控盈余质量。

经验丰富的投资者明白，现金流量表是一家公司现金真实情况的重要体现，每张财务报表都提供了操控的机会，因为它们都是相互关联的。任何对收入、存货、应收账款、并购和股份回购的决定都会经过三个报表。如果管理者利用激进的会计方法或是篡改损益表中的数据，都会引起我们对现金流量表可靠性的质疑。

第 6~9 章则在财务报表之外，进行更多的讨论，除了基本面分析，投资者还需要多空组合、学会技术分析、进行市场择时等操作，来使得自己的收益最大化，同时避免巨额损失。

判断一只股票是否被称为具有“深度投资价值”、“机会价值”或“主要价值”，对于所有投资者，都会分析以下五个重要特性中的至少一个：低的市净率、低市盈率、内部购买模式、下降的股票价格和低市值。

但是仅有价值分析是不够的，还需要进行一些技术分析的辅助工作，其中比较重要的是股价与指标的背离，例如相对强弱指标，还有就是 50 天移动平均线相当重要，一旦突破 50 日均线，不论是上行还是下行，股价都会在那个方向上越走越远。而在实际的投资中，风险管理比挑选股票更加重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了提高收益，还需要进行择时操作，当然择时操作一直饱受市场争议，这其中关键之处在于识别长期与周期性的牛市熊市，50日移动均线和200日移动均线的交叉点，是一个重要的识别指标。

在书的最后，作者认为：指数投资也好，分散投资也好，只能给投资者带来平庸的回报，大多数投资者花费时间和精力去弄清如何持续地获取投资增长，但是他们没有意识到减少损失才是真正重要的。通过对公司财务报表的分析，找到隐藏在数字背后的陷阱，是投资中极为有价值的工作。

高翔等翻译的本书，从另外一个角度来阐述了投资的关键之处，就是控制风险，降低损失，因为追求高额的收益往往意味着面临高额的风险，其实只要将风险控制好了，收益也会水到渠成。

丁鹏博士

中国量化投资学会理事长

《量化投资——策略与技术》作者

《量化投资与对冲基金丛书》、《交易大师系列》主编

CCTV/第一财经特邀嘉宾

2014/11　上海

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

"忽如一夜春风来，千树万树梨花开。"

当我拿到这本由美国股票投资者年鉴评选的、全美 2013 年最佳投资类书籍时，难以抑制内心的喜悦。2008 年之后，中国股市持续低迷，市场上空笼罩着迷茫和不安。其间，更是少有优秀的股票投资类的丛书出现，为投资者扫去阴霾，点燃希望。而本书，以全新的视野，客观数据量化的方法论，具有可操作性的投资方案，大量的实际案例和直观的图表，以及深入浅出的表述呈现在我的眼前。在我第一次阅读完本书后，我便决定要翻译此书，通过自己绵薄之力，用汉字将本书之精髓传递至目前仍在中国股市坚守的亿万投资者们，也希望本书能为大家带去一些不同的投资思维，对大家的投资有所帮助。

古人云"时势造英雄"。当前，中国尚未完成经济的结构性调整，经济增速放缓，楼市泡沫面临破灭，中国银行系统可能硬着陆……一切的担忧造成了这个熊市周期。此时，你不必再去做那逆势英雄，也许你正该停下自己的脚步，翻开本书，汲取精华，提高自己的投资修为。翻开本书第一部分，投资专家将教会你如何让自己看透上市公司的财务花招，并通过财务数据计算出行之有效的指标，指导你避免那些"地雷"个股；反之，你也可以运用这些结论的另一面去寻找表现突出的个股；翻开本书第二部分，另一位投资专家将教会你如何运用技巧构建自己的投资策略，并获取相应的投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得注意的是，阅读本书第一部分，需要有一定的公司财务知识基础。本书中提到的“做空”，在当前的中国股票市场，缺乏实际操作的机制，融券业务和即将推出的个股期权业务会在一定程度上提供这种机制，但是这是远远不够的。相信在不远的将来，随着更多的金融衍生品的推出，做空机制在中国股票市场，将日趋完善。

2014 年的下半年，我国政策的宽松化将改善流动性并稳定增长预期，而且随着改革的深化，上升的资本生产率也将支撑经济增长，以上的这些因素都将会促进中国股票市场的回暖。假以时日，股市的春天又会到来，还在这个市场彷徨的投资者们，请不要轻言放弃，以阅读本书为新的起点，再过数年，投资大师的榜单将被你们改写。

整个翻译过程虽然辛苦，却是一个自我感动的过程，更是一个受教育的过程。正是书中专家们求真务实的品格，以及他们对于投资的严谨态度，使我不断学习并坚持工作，并可以使该书最终付梓。在此也谨对伍茗女士、周楚乔女士，以及电子工业出版社表示衷心的感谢，正是他们大力的支持和辛勤的工作才让这本优秀书籍得以与中国的读者见面。

高　翔

2014 年 10 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

在此我们要感谢我们的代理鲍勃·米柯依，他果断和信心十足，又不乏幽默；感谢在麦格劳希尔集团的主编斯蒂芬妮·弗雷里奇赞助本书的出版，她热情、耐心并且脾气非常好。我们非常荣幸能和她们一起合作。

我们还要感谢彩衣傻瓜网站让我们有机会撰写此书，并且能够自由发挥，发表各自的观点和描述各自不同的投资策略；同时，感谢彩衣傻瓜网站的同事和朋友——分析师亚历克斯·佩普和高级分析师，同时也是CFA的迈克尔·奥尔森利用其工作之外的宝贵时间，对我们手稿的部分内容进行评判和修正；感谢技术文档作家、平面设计师和艺术家玛莎·休斯完成手稿准备工作。

约翰·德尔维齐奥：我要感谢我的父母芭芭拉和约翰，以及艾伦，这些年对我的关爱和支持。特别感谢我的业务合伙人布拉德·拉门斯多夫。没有他，Active Bear ETF（一只对冲基金）将不会成为可能；感谢迪安·桑姆斯、杰夫·威廉姆斯和汤姆·斯普兰格尔对确保本书按时出版所付出的辛勤工作；杰夫·米的雷斯沃特同意把我的工作内容作为本书中的研究案例，汤姆对本书的出版功不可没。最后要感谢彩衣傻瓜网站，在此汤姆和我初识，并且在后面的日子里为我们提供了诸多宝贵的合作机会。

汤姆·雅各布斯：我要感谢约翰在自己早期的价值投资生涯中带我进入盈余

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

质量领域，让我和他一起完成这本书，约翰是一位不可多得的合作者和朋友；感谢彩衣傻瓜网站，在我担任投资分析师期间，给我创造了一次又一次的机会，并且让我和大家拥有了持久的友谊；感谢我已故的父亲，1968 年给我买了两股福特汽车股票开启了我的投资生涯并且将经济金融知识传授于我（其中一些我还能记得，其他则是通过教训来体会）。最后，感谢我最重要的搭档维利斯·因迪多年来为我付出的爱、给予的支持，以及他的好脾气和耐心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

管理者保证公司良好运作所承受的压力，远比你预测其股票涨跌大得多，然而你并不需要像一个财务会计师一样揭示公司财务报表中每一个数据背后的真假。通过学习本书介绍的一些要点，你就能在下一个被过分吹嘘的股票下跌之前，避免证券投资发生大量损失。

投资专家约翰和汤姆将盈余质量分析、多头投资、空头投资组合与风险管理进行有效结合，帮助你构建一个波动小且回报大的证券多空投资组合；同时避免地雷股给你的金融资产安全带来的爆炸式的风险。

首先本书从实践的角度进行金融分析，阐述了人们广泛接受的对于股票表现、预期回报、盈余质量，以及卖空机会的识别方法。然后对公司财务报表进行梳理，并找出被隐藏的低收益质量的资产。最后本书描述了在一些特殊的情景下，符合卖空者想法的投资方法，并且提供了如何运用你所学到的技术性和用于现实的资产组合管理策略的技巧指南。

拥有了这些确保投资财产安全的指南，你就可以在数据的基础上自信地进行交易，而不是使用激进型的会计方法，公司通常会使用这种激进会计方法使其报表变得好看。更妙的是本书让你通过某些规则发现公司在干什么，从而帮助你从现在开始保护自己。

- 藏在公司数据背后的游戏规则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 可重用的，揭露公司数据背后不可告人秘密的方法
- 多步骤的手段去决定什么时候卖掉你的股票，什么时候做空你的股票
- 可靠的准则去确定你的股票是否会大跌

这本书能为你做什么

简单地说这本书告诉我们如何远离陷阱。

许多投资者或许都曾经持有一只涨势喜人的股票（该公司的 CEO 可能没有任何作为），但是某一天这只股票已经暴跌，此时这些投资者就处在过去他们吹嘘的墓地中。在这本书帮助下，你可以发现投资中会出现的各个方面问题，进而可以避免损失。

股东要当心了

在很早之前就存在金融欺诈，从荷兰人第 1 次创建股份公司开始，CEO 就没有把主要精力放在如何管理公司上。例如，18 世纪早期的南海公司，以及 19 世纪的铁路和河运公司的泡沫。[1]

管理者之间一直流传着这样的说法：“股东都是该赔的”。直到 1929 年的经济冲击和大萧条后带给他们的第 1 个障碍——1934 年美国证券交易委员会的成立。当然伟大而光荣的公司管理者仍然可以通过各种办法阻止股东一起来探究公司幕后的问题，当股东最终可以探究管理层幕后时就会和美国证券交易委员做同样的事。

欺骗股东变得越来越难，但管理者仍然可以另辟蹊径。一些管理者可以通过新闻发布看似不错的收益率来安慰股东，然而这仅仅只是一种暂时的方法，对股东的实际利益并无好处。少数投资者会通过美国证券交易委员会了解情况，更少一部分投资者会探查公司表面的财务状况和其中一些不明确的脚注。

这本书告诉你只有微小的细节是有用的，管理者通常在这些地方隐藏有用的信息。你并不需要将这些细节一一查看，而只需要检查那些最能预测问题的细节信息。你的身份（投资者）和未来职业规划意味着你不用记住财务会计书中的细

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

枝末节，你希望的是避免损失，这也是为什么我们要在这本书中提及可以用于检测激进型的会计方法的原因。你可以避免购买这些股票，转卖或者卖空获利。每一次对股票崩溃的避免都可以提高投资组合的收益表现，更少的损失意味着更大的利润。

压力推动

在美国有 17 000 只股票在进行交易，而全球至少有 45 000 只股票在交易，在这样的情况下你就不得不当心了。股市从来不缺少“地雷股”，只有一半的交易能超过平均回报水平，回报率更高的就更少了。管理者面临压力让公司的财务状况更好看，基本上没有公司的 CEO 能抵挡住来自董事会、华尔街分析员和股东对季度收益预期的压力。企业会为了生存尽一切努力。管理者将数字歪曲成简单的输赢游戏，使用歪曲的数字欺骗华尔街的分析者并阻止令人恐惧的信用等级下调。但越来越严格的规章制度使公司可以选择的方法越来越少，激进型的会计方法终将成为黑色地带。

激进型的会计方法并非不合法，但它是一种欺骗。使用激进型会计方法处理账务可能在问题产生之前很有效，在它们被发现时可能已经无法弥补。公司可以在这个季度少量获利，下个季度继续少量获利，即可以连续几个季度少量获利。但是激进型会计方法迟早会埋葬公司，直到股票的降级和售出，公司将蒙受很大的损失。

受惊的股东不知道发生了什么？但机警的投资者在有本书所述技巧做准备的前提下就可以避免这些问题对资产安全带来的冲击。我们的目标是使你避免损失或者在损失之前卖掉股票，甚至在适当的时候通过做空盈利。

盈余质量是首要任务

关键就是盈余质量的分析。对于财务报告的任何一项数据而言，一个公司可以选择最好、良好、一般和可疑的处理方法。处理方法越好，盈余质量表现得越好；反之亦然。评估盈余的真实质量是为了避免当盈余实际是低质量时错误购入股票而造成的投资损失。

金融媒体关注每股收益率，但在这里此类盈余质量并不是单一的预测指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书把盈余识别放在最前面，紧接着是存货管理和各部分之间的相互联系。盈余是财务状况的整体体现，就像每一个宏观经济学家和佛教徒知道的，任何事都是相互联系的。收益、投资者、营运现金流、费用、收购兼并、利润和销售成本，每部分与其他部分的关系都必须理解清楚。许多投资者希望存在一个投资的魔法准则，而这种希望只会使他们驾驶灵车驶入坟墓。

幸运的是，投资者不需要对盈余质量有多么高深的研究，虽然刚开始理解这部分可能也有那么一点难度。管理者可能会改变公司收入确认的政策来增加这个季度的盈余并且将下个季度的库存通过巧妙的手法进行处理，也可以通过管理运营资本来提升营运现金流，或者通过连续的收购兼并来使真正的盈余模糊，诸如此类。激进型会计法可以有无数的手段来掩盖真实的情况。

可是本书的方法是实践型的，你不需要检查无尽的清单。一些激进型会计法相对于另一些来说更激进，管理者越多地使用激进型的会计方法解决问题，盈余质量就会越低。绝大多数投资者并不清楚管理者夸大事实的方法，这些投资者不顾风险的存在，而不可避免地拥有一些将自掘坟墓的股票。

这本书参考了为数不多的有关盈余质量的资料——不论是为书作出巨大贡献作者，包括松顿 o'glove，《盈余质量》[2]作者以及马尔福德和尤金•科米斯基教授。然而，本书的侧重点有不同[3]。我们在达到实际目标的基础上有针对性地学习，读者有算术基础并加以努力，就可以快速掌握这种方法，你不需要花费几年时间和高额学费在 DelVecchio-Jacobos 大学学习。我们的重点是最优的会计预测指标，并教你从寻找确定的对象开始，直到理解如何利用它们。本书为你提供了既可以赚钱，又可以避免巨大损失的实践方法。

从现在起到核心部分

这个过程分为两个部分，第 1 部分揭秘股市表现、预期回报、盈余质量和空头；第 2 部分是可以像最富有的投资者，而非最佳的会计师那样分析财务报表。你不需要知道每一个不良盈余质量和潜在损失的指标，而只需要最准确的预测指标。

13 年来，约翰从识别会计盈余质量问题的相关领域找出最佳的预测指标，这些最危险的信号一旦被识别出来将会使你免于巨大的损失。在投资的捷径中你只想要识别那些能够使自己达到交易目的的信号，约翰对这些预测指标的测试提供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了具有显著意义的统计参考。

继本书第 1 部分用最佳财务报表预测指标武装投资者头脑后，第 2 部分提供了如何将它们应用到投资组合管理中的策略指南。本书第 1 部分可以让读者对盈余质量的理论有非常好的理解，第 2 部分便向读者展示了如何赚钱及如何不赔钱的方法。

在书中你将会了解盈余质量分析如何与汤姆的多头投资经验相结合，以期构建一个真正有效的多空策略投资组合。以研究数据与经验为基础，本书在做多头策略上更倾向于像汤姆一样，寻找估值偏低、具有资产保障并有投机价值和某些特殊的利多情况催化驱动的小型股。本书以数据表明作为风险管理者，如果你开始进行盈余质量分析并将汤姆的多头投资策略与约翰的空头策略相结合，那么你将会得到一个整体波动更小且收益更高的多空策略投资组合。

接下来是约翰的具体技术分析及市场时机选择部分，即管理多空策略投资组合中的做空部分，这些因素增加了投资组合风险管理工具中补充的基础性的分析方法。它们可以帮助读者部分或完全避免熊市，如果你这样做了，那么你再进行其他操作都没有问题。

我们并不是要求你无条件地相信这本书，本书中并不是以“只有你这样做了，你才能避免风险”来刺激读者。本书的例子都是实时的，包括提供给客户的真实报告（可访问 www.deljacobs.com 查看）。约翰的第 9 章和汤姆的第 6 章给出的数据都显示本书的投资策略与市场平均水平不甚一致，你的确可以通过实践操作以高于这个平均水平。

你强有力而自信的未来

当你阅读本书后必然会扩大在预测上的视野，同时也会对地雷股更加谨慎并冷静对待。不论你的投资风格、策略或经验如何，也不论你学到了多少，你都会在你的投资生涯中遇到以牺牲前景为代价来创造眼前良好态势而开空头支票的公司。如果没有本书介绍的一些思考方式，你或许会考虑购买那些声称自己的企业增长会非常迅速，而需要更久的未来才能兑现的公司。这是对日益增长的未付款项和库存的荒谬解释，而二者是造成下一个季度或几个季度困境的两个重要单项指标。不知不觉地，你将会不止一次购买采取这样透支未来的公司的股票。他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或许还会采用其他可以满足华尔街预期的方法让自己的报表更为好看，但当他们已经别无他法操控这些数字时便只能推迟付款日。

没有投资者可以避免所有问题，获取所有信息是不可能的。更不用说预测未知的未来了，然而你可以做好准备。本书可以帮助你避免严重的损失，这样你醒来时便不会发现活在由于激进的会计制度而使公司停止运作和股票狂跌的噩梦之中。当所有人第 1 次透析一家公司，发现其股票已经跌到了佛罗里达的下水道中时，你已经会大开眼界并开始脚踏实地赚取你的收益。

阅读愉快，祝您成功！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

第 1 部分 揭露圈套（骗局）

第 1 章
股票投资的真正风险 / 2

抵消通胀 / 4
美元平均成本投资法（定额投资）的问题 / 6
创新不会增加家庭净值 / 7
最低的平均成本并不能取胜 / 9
指数不是万能药 / 9
我们身处的真实投资环境 / 10
所做与所失 / 12
昙花一现的潮流 / 15
欺诈 / 17
生意的失败 / 18
非对不可 / 21
避免出错的两个度量标准 / 22
亏损最小化，财富最大化 / 24

第 2 章
激进的收入确认 / 26

从头开始 / 27

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已变现收入还是可变现收入 / 28
喂饱渠道 / 30
应收账款天数的增加应归因于额外的付款条件 / 32
会计完工百分比法 / 33
关联方收益 / 38
监视递延收入的变动 / 39
非货币性交易 / 40
开单留置收入 / 41
一次性收益还是收入的利息收益 / 42
销售型租赁增长 / 42
收购分销商 / 42
收入确认政策的变动 / 43
低于报告水平的真实收入增长 / 46
总结 / 48

第 3 章
激进的存货管理 / 49
积极和消极的存货构成要素差异 / 54
消极差异：卡洛驰和美信集成产品公司 / 55
上涨的库存 / 57
存货堆积 / 59
后进先出法下的准备金变化 / 60
销售冲销的存货 / 61
存货估计方法的改变 / 63
存货提升 / 63

第 4 章
更多不可持续增长的盈余 / 66
会计变更 / 67
会计准则变更 / 67
会计估计变更 / 68
报告实体变更 / 68
资产 / 68
坏账准备金 / 69

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商誉和无形资产 / 71
在收购尚未完成的时期提高商誉 / 72
其他流动资产：资本化 / 74
负债 / 76
递延收入 / 76
非现金递延收入 / 77
其他应计负债的变更 / 77
保证金减值 / 78
利用养老金计划获取的增长 / 79
负债 / 79
股东权益：账面价值和有形资产账面价值 / 82
损益表的特殊科目 / 85
毛利润 / 85
总利润与投入成本 / 85
重复的"一次性"费用 / 88
税收估值扣除 / 90
国外税率及海外所得利润（海外盈利） / 91
结合资产负债表和损益表的关键问题：阿卡迈科技公司案例 / 94
结论 / 100

第 5 章
现金流警示 / 101
现金流量表概述 / 102
经营产生的现金流量 / 102
添加回来的非现金项目要仔细查阅 / 103
添加回来的折旧与摊销 / 103
来自优先认股权的股权薪酬和超额税收优惠 / 104
营运资金的变动（流动资产与流动负债的变动） / 106
营运活动产生的净现金流（营运现金流） / 112
营运现金流净值 / 114
营运现金流与净收益差值 / 115
息税折旧摊销前利润（EBITDA） / 117
过去 12 个月的 EBITDA 净值与过去 12 个月的营运现金流 净值之差 / 119
现金每股盈余幻象 / 124
净现金流：经营活动和投资活动现金流的交点 / 126

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资活动产生的现金流 / 128
增长资本支出和维修支出 / 128
并购 / 130
连续并购者：做空，也可以做多 / 133
融资活动中产生的现金流量 / 134
总结 / 136

第 2 部分　避免巨额损失

第 6 章
应用于多空投资组合的多头策略 / 138

激烈的争辩：股票价格从不会错位吗 / 140
研究开始支持经验事实 / 141
5 个使你有效投资的共同特性 / 143
低市净率，即价格与资产价值（有形资账面价值）之比 / 143
安全边际 / 144
计算风险比率 / 145
低市盈率（现金流、高股利收益率和低股息支出率）/ 148
搭便车模式（包括公司股票回购）/ 152
下降的股票价格（均值回归）/ 155
低市值 / 155
第 6 个特性：特殊情况/催化因素 / 156
王牌绝招：为什么是多空投资组合 / 157
结论 / 161

第 7 章
股价图：知道何时买入，何时卖掉 / 164

最有争议的章节 / 165
方法 1：最简法则 / 166
方法 2：供需法则不会被否定[1] / 170
方法 3：注意背离 / 172
方法 4：50 天的移动平均线是马其诺防线　（最后防线）/ 176
方法 5：风险管理比挑选股票更重要 / 179
总结 / 180

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章
市场择时（揣测最佳时机） / 182
识别长期的与周期性的牛市与熊市 / 184
认识市场历史，虽然这取决于年龄与经验 / 187
理解长期中资本损失的问题 / 190
限制损害远重于追逐收益 / 191
有针对性的技术分析 / 191
移动平均线 / 192
死亡交点 / 192
提升绩效：持有债券而非现金 / 194
小盘股与大盘股间的现金流 / 196
当前提供的市场择时信号 / 201

第 9 章
为什么行得通：数字背后的数字 / 202
股票价格表现出投资者的期望 / 203
结论没有改变 / 204
为了满足预期所承担的压力 / 205
提高收益 / 207
盈余质量能力 / 209
过时的理论与运作仍然在继续 / 210
解决方案：做空实践 / 212

作者附注 / 213
注　　释 / 214

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 部分　揭露圈套（骗局）

◇ 第 1 章　股票投资的真正风险
◇ 第 2 章　激进的收入确认
◇ 第 3 章　激进的存货管理
◇ 第 4 章　更多不可持续增长的盈余
◇ 第 5 章　现金流警示

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章

股票投资的真正风险

抵消通胀 / 4

美元平均成本投资法（定额投资）的问题 / 6

创新不会增加家庭净值 / 7

最低的平均成本并不能取胜 / 9

指数不是万能药 / 9

我们身处的真实投资环境 / 10

所做与所失 / 12

亏损最小化，财富最大化 / 24

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部分股票都会赔钱，正因如此，所以忘记金融服务业“购买股票并一直持有”的颂歌吧。道琼斯指数上涨！标准普尔指数下跌！无视每时每刻这些媒体对股票市场涨跌的吹嘘吧。它们是为了制造喜悦和恐慌并紧紧地抓住你的注意力和钱财；相反，你应该冷静地观察数据，而非这些营销。

想想现今大多数人都经历过的最久的牛市，即 1983 年—2007 年。Blackstar 基金研究了这期间所有在纽交所、美交所和纳斯达克交易的普通股，包括那些退市的公司[1]。之后他们把研究范围限制在 1983 年—2007 年间某一期间能够满足罗素 3000 指数的 8054 只股票，在这期间能够解释 98%美国股票流动性的罗素 3000 指数上升了将近 900%，然而注意如下方面。

（1）39%的股票拥有负的总报酬率（2/5 的股票都是损失的投资）。

（2）18.5%的股票至少损失其价值的 75%（几乎 1/5 的股票都是真正的不良投资）。

（3）64%的股票运作差于罗素 3000 指数（大多数股票无法与综合指数相比）。

（4）少数股票运作能够显著优于其同业者的股票。

Blackstar 基金提供的现实情况可以明显支持我们最后得到的观点，即表现最佳的 25%（2 000 只）股票可以解释所有收益；表现最差的 75%（6 000 只）股票总体来看都有 0%的总报酬率。

显而易见，只有少部分股票的表现是整个市场获利的原因。这说明了为什么即使在牛市也要避免成为失败者的重要性，以及为什么即使在牛市也存在做空获利的宝贵机会。显而易见，仅仅做多头的投资者获得的结果往往比较糟糕。要获得真正的收益，投资者只有非常幸运地挑选出仅仅少量表现优异的股票，并且不能遇到任何破坏投资组合的灾难事件。这样的几率非常小。

试想一下，你在 1979 年时阅读这本书，我们告诉你像通用汽车、伍尔沃斯和柯达这些无疑是道琼斯指数组成之一的强劲企业[2]将会在 33 年后破产。你永远都不会相信我们说的话，但是这一切都发生了。大品牌的股票给人稳定的错觉，但是事实上并不是这样。当这些公司的规模不断扩大，甚至其收入开始影响 GDP 的增长时才变成组成指数的成分，然而它们已经过了迅猛增长时期。上述大型公司的破产警告你仅仅是选择市场幸存者的可能性会有多大呢？更不用说市场佼佼者了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们设想这样一个时刻，即你极其幸运地选择了罗素 3000 指数中那 25%的佼佼者。但是你仍然不一定赚钱，人的天性让我们无法承受像坐过山车那样的压力。

想想在 Loomis-Sayles Peter Lynch 创下惊人业绩的 Ken Heebner[3]，Heebner 创立了自己的共同基金企业。2010 年 3 月 25 日，他的 CGM Focus 基金自 2000 年 1 月以来年回报率已经多次超过 18%。这样的回报率是难以想象的，而投资者的亏损究竟是怎样发生的？2007 年他创下 80%的回报率之后投资者投入大量现金，就在这时 2008 年基金下跌了 48%。美国晨星公司模拟了基金的现金流入量和现金流出量，发现尽管 CGM 有着 18%年收益，但是典型的投资者在 CGM 表现低迷时卖出并在表现好转时买入事实上每年会损失 11%[4]，投资者就像是这样的人。

在 2008 年那样对投资者来说的灾难性时期与买入更多股票相反，投资者们应该卖出做空。像 Heebner 这样与一般大众想法持相反意见的人，他的成功同时会伴有大多数人无法控制和更强的波动性。如果仅仅做多，投资者只会追随上一年收益丰厚的股票高价买入，然而低价卖出。

如果说大多数股票都是赔钱的，而投资者又是为了获取收益，那么究竟为什么要投资股票呢？

抵消通胀

投资股票市场的一般目的是提高投资者的收益率，并使其超过通胀率。尽管经验丰富的投资者明白名义收益率与实际收益率（名义收益率减去通胀率）的概念，但是大多数投资者并没有试着区分二者。即便像通胀率和紧缩率这些利率的数字与投资者实际的收益和损失有很大关联，当看到自己的股票名义上上涨，他们还是很高兴；当名义上股票下跌时，则很沮丧，然而经过通胀率调节过的实际利率才是至关重要的。

股票投资中拥有这样的目标无疑是正确的，因为通胀会破坏纸币的购买力。不幸的是，股票市场是否能够给出缓和或消除这种威胁的实际利率取决于你处的年代。年均收益率不一定是正数，即使是正数，也可能不会持续很长时间。跑赢通货膨胀更像是天生的意外，可以查看从 1950 年—2009 年间包括股息信息的标准普尔 500 指数表[5]，如表 1.1 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1.1 标普 500 指数名义回报与实际回报（调整通胀后）的比较，1950—2009 年

平均年回报						
时期	标普 500 价格变化率	分红百分率	标普 500 总回报率	通胀率	实际标普 500 价格变化率	实际标普 500 回报率
1950s	13.2	5.4	19.3	2.2	10.7	16.7
1960s	4.4	3.3	7.8	2.5	1.8	5.2
1970s	1.6	4.3	5.8	7.4	(5.4)	(1.4)
1980s	12.6	4.6	17.3	5.1	7.1	11.6
1990s	15.3	2.7	18.1	2.9	12.0	14.7
2000s*	(2.7)	1.8	(1.0)	2.5	(5.1)	(3.4)
1950-2009	7.2	3.6	11.0	3.8	3.3	7.0

*某些情况下，表中具有加总逻辑的项，在数字上并未呈现准确的相加关系，这是因为 10 年的统计数据的平均数，被四舍五入而导致的。表中“分红百分率”项的数据，有较大的不确定性，偏差大概在±5%。表中“价格变化”，“总回报”，“通胀率”项的数据是以几何平均数进行的计算。

资料来源：www.simplestockinvesting.com，经许可

20 世纪 50 年代的数据更为特别，这 10 年间存在最低的年通胀率。图 1.1 更明确地展现了表中的信息，着重表现出了 1968 年—1983 年间平稳的名义收益率及极具破坏性的实际收益率。而 20 世纪 80 年代和 90 年代则产生了极佳的实际年收益率，接下来的年份则有不太高的收益率。

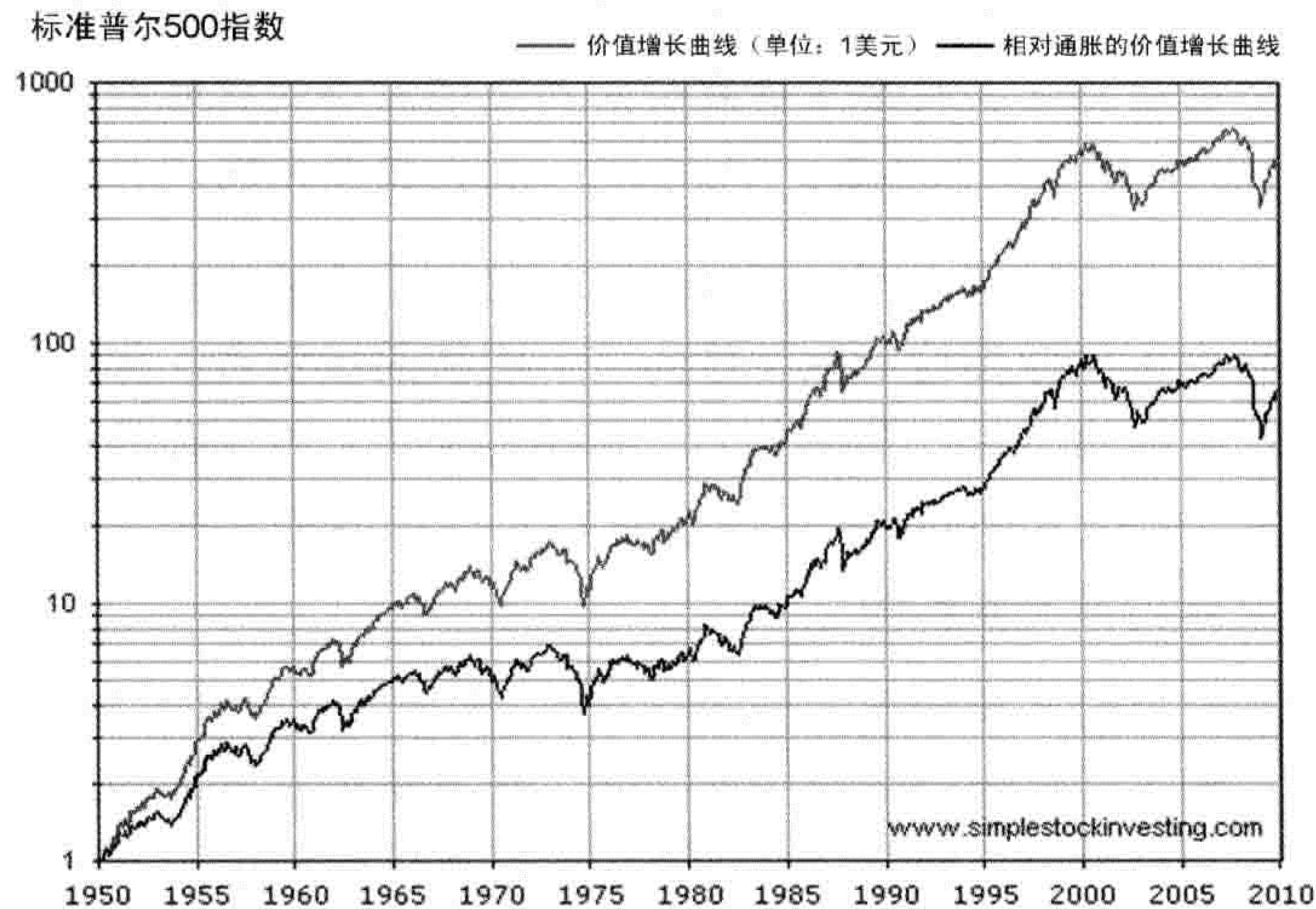


图 1.1 名义和实际（考虑通货膨胀的调整）标普 500 指数的收益回报，1950 年—2009 年

资料来源：www.simplestockinvesting.com，经过许可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们需要进一步的分析这些数据，除非一个投资者的平均成本与标准普尔 500 指数的股息收益率相当；否则投资者冒风险选择的股票大多数无法达到标准普尔指数平均水平或更低，甚至没有收益。这会使你更少或者无法获取股息再投资的利益[6]。要记住，股票市场中大部分收益基本来自少数股票。

美元平均成本投资法（定额投资）的问题

即使美元平均成本投资法也不是万能药，首先虽然收入与储蓄会随年龄的增长而增加，但年龄的增长会减少产生复利作用的时间；其次当一个人拥有高薪收入时期是否处于高通胀或低通胀期间，以及是否处于高投资回报率的时期，是完全随机的，因此你是否取得高的实际收益率或低的实际收益率的也是随机的。在经济艰难的时期，实际收入与储蓄可能不会随年龄的增长而增加。

而人的本性也对美元平均成本法有所阻碍，Jason Zweig 引用了本杰明 • 格雷厄姆[7]和大卫 • 多德[7]对这一简单问题的主要描述。

> 提及美元平均成本投资法是否能够保证长期成功，格雷厄姆先生在 1962 年这样写道："不论它何时开始，这一政策最终将会取得成功，前提条件是在各种干涉条件下仍然老老实实地勇于坚持。"然而为保证其成功，采用美元平均成本法的投资者必须是"与我们普通投资者不同的一类人……不会受到过去股票市场波动而产生的时而欢欣时而极度沮丧的影响。"格雷厄姆先生总结道："对于这一点我相当怀疑。"[8]

格雷厄姆并不是说没有人可以不被人们起伏不定的情绪浪潮所影响，他的意思是说几乎没有人可以做到这一点。作为一个明智的投资者，你必须培养格雷厄姆所说的"坚定不移的品质"，即掌控自己情绪的能力；否则你的风险就像晨星机构所预测的那样。即在 Heebner 业绩最佳的 CGM Focus 基金中投资者高价买入且低价卖出，大多数仍是要赔钱的。

为了在通胀时保值并获得一个高的收益率，你必须有原则并尽早地长期投资，或为了补偿自己随年纪增长越来越少的时间，想办法赚到更多的薪酬。你必须成为人类本性的极少数例外，即一个没有情绪且毫不畏惧的超人，数十年如一日能够通过指数基金进行定期投资和股息再投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"从长远来看，我们都会死的。"

——约翰·梅纳德·凯恩斯

正如西格尔在 *Stocks for the Long Run* 中所阐述的那样，如果所有这些常用的投资统计资料支持让你持有股票的观点，那么它说得再好也会具有误导性[9]。西格尔称道 130 年的股票市场数据说明"与债券形成鲜明对比，在任意 20 年间或更长的期间里，股票从未经历过通胀后的负收益率"[10]。他进一步指出，200 年间股票市场的数据表明在熊市中卖出股票通常都是不对的："如果你承受痛苦，坚守原地，那么你将在未来得到回报。"[11]

有多少在退休后为了拥有自给自足的老年生活而投资股票的投资者会乐于持有 20 年与通胀持平的股票投资？又有多少投资者会乐于在熊市中持有股票，而在超过 200 年后的未来获得回报？

这便说明并不是股票不适合于长期投资，而是从长远来说我们都会死。而且或许在此之前我们急需用钱，下面更多的数据将会说明这个问题。

创新不会增加家庭净值

像 401（k）计划中这样的有纳税优惠的账户，对你的税前贡献规定了一个高返还额。它也许能补偿一切，当然除了出现恶性通货膨胀的情况。但是这并不是解决办法。在经济困难时期，公司缩减开支以满足其雇主的要求；雇员则降低，甚至放弃了对自己账户的贡献[12]。虽然很多人会更喜欢上述补偿，而不是马上持有现金。这样的税前所得能够保证更高的未来收益，但丢掉工作就完全抹杀了拿到这些好处的机会。即便在那些仍保有工作并为 401（k）计划做出贡献的人中，22%的人到 2010 年为止都从自己的账户中借了钱，直到他们还清贷款前，都无法进行进一步的投资。

这些账户中平均余额低是不足为奇的，那些 55 岁以上并参加了这一计划 10 年的人到 2011 年 3 月底账户的平均余额仅有 233 800 美元。对于总体，即包括那些参与或未参与纳税优惠计划的人，2011 年间年龄在 55 岁～65 岁的人平均拥有 180 125 美元的净值，而年龄在 65 岁及以上的人则平均拥有 232 000 美元的净值[13]。这样的数额对养老来说是远远不够的[14]，而这还是社会中最年老和最富裕的群体，也是婴儿巨潮的那一代人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在那些投资者中大多数人不知不觉地将价值储存的概念混淆于对股票市场的预期，价值储存的概念指的是绝对保值的东西。即能够在所有可知或未知的事件发生时保有其价值，如黄金、房地产、木材、农田、牲畜和政府债券。在 *Wealth, War and Wisdom*[15] 一书中巴顿·比格斯通过对数据的研究来验证在第二次世界大战全世界范围的混乱时期，是否有投资工具能够进行保值。在通货膨胀和周期性的闭市，以及身处东欧国家和被吞并到苏联中的国家时，成千上万的投资者、企业所有人和土地所有者忍受了 50 年的闭市、货币贬值和私有财产的吞没。

他的结论如何呢？你最佳的选择就是持有一片养着牲畜、种着农作物并且拥有水源的土地。但是他也强调说即使你真的有这样一片土地，不曾拥有这些的邻居也可能会拿着枪威胁你的财产安危。

大多数投资者既想拥有一些保值品，又想有高于通胀率的实际收益率。他们接受了股票与股票市场存在的必要性，但是他们需要有做空者的心态来管理自己的股票风险。当与一个做空者的风险处理方法相结合后，一个完善的价值管理多头策略会更加接近既能保值，又能获得股票实际回报的“必杀技”。

根据法玛和弗伦奇的研究，最佳多头投资策略是投资小型价值股[16]。问题是这样的股票存在很大的同比波动性，如单一运用这一策略的资金管理者在 2008 年获得了很糟糕的收益，但在 2009 年却有惊人的回报。这是因为即使它在长期的表现出众，其剧烈的上下波动也会吓跑大多数投资者。因为害怕小型价值股的公司破产，所以几乎很少有注册投资顾问敢采用这种策略。注册投资顾问总愿意接受市场平均水平，也对可能的亏损做好防备。

然而投资者、资金管理者和客户是能够获得大量绝对与相对投资回报率的。对多头来说，需要小型价值股策略，以及特殊且具有催化刺激作用的利好消息，如清算价值、维权投资和企业重组等。这种策略由本杰明·格雷厄姆推动，并被其学生沃伦·巴菲特在经营对冲基金和管理伯克希尔·哈撒韦公司的时期使用过。这一策略在 Tweedy Browne 的全面概述中被进一步研究分析[17]，小型价值股结合本书介绍的做空技巧能够比仅仅做多头投资获得更多回报。

价值已经被全面地分析研究过了，然而风险与做空者操作行为还没有被分析。我们是否能把我们的资金委托给其他人、是否自己投资或者能否为客户投资都需要了解并运用必要的工具来识别激进会计法，这使投资者得以避免陷入困境或利用他们获得收益并在多空投资策略中管理风险。损失得越少，收益便越多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些就是学习识别激进会计法的几个原因，掌握它对于风险管理和投资获利非常重要。它能使你避免成为失败者，或让你可以像做空者那样从中获利。

最低的平均成本并不能取胜

美盛基金的比尔·米勒或许是以最低平均成本取胜这一观点最出名的支持者，然而这位在之前保持着收益记录的共同基金经理几乎在一场股灾中损失了所有累计的获利。在 21 世纪的前 10 年中，他所持有的股票全部是臭名昭著的，包括安然、房地美、世界通信、美联银行、贝尔斯登和美国国际集团。虽然价值投资者与市场行为相反，但是通过在他们所熟悉的行业中用低于实际价值的价格买进而获得一个更好的价格。很显然，米勒并不十分清楚地了解所购买股票的公司，以至于用最低的平均成本法构建了如此大比例的投资组合导致了极端矛盾的局面。

让我们用他其中的一次失败作为例子，如果你定期等额地投资了贝尔斯登并几乎损失了全部，则可以无所谓。问题是你多投资几次，则将便身无分文，你已经完了。指数虽然不会降到 0，但是个股会。所以如果你采用最低的平均成本法，等额投资到除了指数之外的任何一样东西，你都存在如何避免投资组合出现毁灭性灾难的问题。再次重申只需要几次股市崩溃，米勒作为基金经理时在标准普尔指数 500 创造的多年的惊人纪录便毁于一旦。[18]

买任何一只股票，特别是要做出与市场行情相反的决定，你必须能够识别公司财务的盈余质量并远离所有你不够了解的产品。

指数不是万能药

作为衡量股票绩效的通用标尺，标准普尔指数 500 在很多方面都是一个动量投资法的工具。它的运作方法是当越来越多的投资者购买一只股票时股票价格会上涨，随之而来的是更高的市值。在某一时刻，股票市值的规模达到某种程度，便能够计入标准普尔指数 500。如果股票市值增长越多，那么它在标普指数 500 中的份额也就越高，并且指数也就代表更高的市场价值。与此同时，投资者可能就放弃了指数中的其他公司。随后这些公司的市场价值下降，最终从指数中消失或从某种程度上来说成为一个更小的份额。

因此股票能为你带来最大收益的时期可能存在于它排进前 500 名之前，其排

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名越高，你从中获利可能就越少。如果你持有的是 2011 年市场价值排名第 1 的埃克森美孚公司的股票，它要上涨 10%或是 25%需要公司产生多少利润？更不用说上涨 50%或是 100%了（注意本书认为在 2012 年市值第 1 的苹果公司并不是这样的典型，在撰写本书的过程中苹果公司的市值还没有这么高。但是当它或任意一家公司占有指数中压倒性的份额并且你还拥有它的股票时，对冲持有风险就至关重要了）。此外，如果你持有一家大公司的股票，而其股价下跌，那么下跌的程度可能会更大。10 年前，雅虎、美国在线和思科公司差不多都在标普指数 500 中排在前几位，但今天已不在了。

当然还有许多指数期权可供选择，每个指数都有自己主要的关注点。不论它是衡量经济的威尔夏指数 5000，还是平均加权指数；优胜者退出指数，还是各种股票市值指数中的一个。

对于不愿意投资个股的人来说，指数的确是较好的替代品，但它也不是万能的。而一旦投资者选择了投资股票，则必须学习盈余质量。

我们身处的真实投资环境

财务专家们只会给客户推荐人们熟悉并认可的股票，如可口可乐、百事、微软、英特尔和埃克森美孚。注册投资顾问的行为受制于客户贪婪的本性，客户希望得到的是无风险的实际收益率，但是他们不知道这意味着什么。因此注册投资顾问，像史蒂夫只能采取分散投资的方法。他说在经济不好的年份里，行业内就是这样做的。作为中间经理人，他和主张购买微软、IBM 或英特尔产品的信息技术专家一样力求稳健。因为在市场发生严重下跌的时候，他也不会丢掉工作。但是如果他买进一个产品更好且不太知名的公司股票，一旦遭遇同样的困境，便有失去工作的风险。

注册投资顾问十分依赖于现代投资组合理论及分散投资的操作，大多数投资顾问同时买进成长性股票、价值性股票和具有资产等级的股票，如大盘股和小盘股，以及黄金、债券或共同基金，表面上它们之间是不同的。随后他们对基金会根据严格的百分比分配并进行合理调整，可能是按季度或年度调整，以此使基金达到一个合理的比例。这也就意味着，如果共同基金经理人做得好的话，为客户持有其基金的注册投资顾问便会卖掉这个基金。毫无疑问，由于他们的基金收益与市场平均水平保持在几个百分点以内，所以可以被持有，所有共同基金经理都会得到补偿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此投资者必须对激进会计法的真实风险进行足够学习，以管理自己或客户的资金。你也必须了解为自己管理资金的人，当然没有人真想要知道这些。乐观做空吧，早在埃德温·拉斐尔的《大作手回忆录》[19]一书中便记录了20世纪早期的做空交易。在2000年年末会计丑闻暴露之后，人们充其量认为这是蓄意反美的，而最糟的情况是人们认为这是蓄意操控的罪行。任何这样关于公司的负面信息都会影响其股价，更不用说被揭露出的消息，然而空头的真实想法很少见诸《华尔街日报》或《金融时报》。你会遇到情况相当糟糕，就是有人来建议你警惕或某只股票已经被“买超”了。这只是对整体市场的普通效仿和盲目且毫无根据的促销手段，真正的风险管理者此时并不会卖空。

神秘的股票市场中各只股票的走势或波动是千差万别的，作为补充指数提供了一种具有持续性和刻画市场走势和波动的方式，但指数本身没有任何意义。由于指数的构建方式和人的本性，所以散户能否挑选到高绩效的股票，指数起的作用并不大。而成功的专业人士有太多资金需要管理，以至于没办法获得太多多头投资的实际收益率。因为他们不能买入如法玛和弗伦奇那样被证明绩效更好，但流动性更小的小盘股。他们虽然累积了足够多的头寸，却不能改变自己的收益率，哪怕只有一点点，他们创造的收益相比指数与经济情况的上涨有巨大的差距或者他们并没有运用空头的思想来避免巨大的回撤。简单地说，你依靠投资指数和个股都无法追求长期的收益。

然而利用本书所说的工具投资者可以剔除或避免那些表现过差而会毁掉整体回报，甚至永久摧毁资本的股票，从而提高其获得较高实际收益率的几率。

即使在投资那些运营情况良好的公司的股票，仍有可能会持有绩差股。没人能够获得投资目标现在或将来的所有信息，但是具有虚构盈利或恶化资产负债表的股票则不同。它们一定是绩差股，它们是能够被识别、卖出或避免的。内行的投资者能够试图通过做空这些股票从中获利，我们有理由相信不是每一个投资者一定要选择做空股票。尽管这样可以提高收益。但是我们十分确信做空专家的工具和做空的意向会通过识破那些由于操作暗箱而得到的统计数据促使投资成功。

本书不主张一定要做空或卖出那些被高估、由于一时的流行热潮而上涨，以及具有欺骗性质或是不良性质经营模式的股票，尽管它们组成了绝大多数的卖空对象。令人意外的是非常精明而有原则的投资者对公司及其所在行业进行深入研究，即使他们更愿意做有特定利好因素股票的多头。他们仍会基于这些依据进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做空，这就像是在寻找其他人找不到的多头价值上有熟练技巧的投资者突然唤醒了自己在做空上的记忆。

为什么要做空这些绩差股呢？因为人们对它们的高估能够无限期地持续下去。一时的狂热可以在很长一段时间内抵制股票价格下跌，这主要是因为那些追随者会买进股票，不过具有欺骗性质的公司直到事实被揭露之前是很难识别的。2010 年～2011 年间中国股市欺骗了大量具有多年成功投资经历的杰出投资者。试图识别明智的不良的经营模型是极其困难的，而辨别它们什么时候会失败几乎是不可能的。要做空投资者必须正确的决断，即使决断是否正确无从知晓。或决断错误导致的风险非常巨大，投资者仍需要决断。

通过上述因素进行做空或卖出的判断十分困难，风险很大又毫无必要。我们建议一直等到目标高估的价格能够被识别、资产负债表已经弱化，以及现金流的趋势恶化等价值利好的对立因素出现时再做决定，这是将价值分析与股市供需分析相结合的基本分析（在第 6 章会提到）。空头也需要同样的分析。具有这些对立面特质的股票，在不久的将来，最多一两年将会出现收益的利空消息。虽然这段时间对于价值投资者来说比较难熬，但是做空者却在一直等待，直到这个时候。使用这样的方法更简单有效，也就是所说的“等猎物上门再开火”。

所做与所失

有些人一味做空那些具有一时过热的产品，以及欺诈性质和不良经营模式的公司的股票，并且一贯自负地认为自己的方法是正确的，近距离观察他们为何会最终决断错误非常有用。

一般来说，做空者的首选就是那些具有一时过热的产品的公司。他们的观点是像卡洛驰这样的公司能够一时靠潮流赚钱，但当变幻无常的消费者们转向另一样产品时则不行。做空者纷纷做空其股票，抱着怀疑的态度开始观望，直到因卡洛驰股票上涨而导致一纸追加保证金的通知把他们送上病床。

第 2 个选择便是具有欺诈性质的公司，在一些情况之下做空者确信公司的欺诈行为能够将其股票价格归零。他们怎么知道的？2010 年年末和 2011 年年初中国大批的小盘股都被证实存在欺诈现象，这也毁了一批投资者。即使是像闻名于预测房地产崩盘而赚足了钱的 John Paulson 这样谨慎的股价分析师和基金经理人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这样的事件中也不好受。但是如果不是被揭露出来，谁会知道像泰科电子、世界通讯和安然这些公司竟是一场精心策划的骗局？此时，这些出现问题的公司已经被孤立，媒体与企业的宣传使其没有容身之地。

做空投资者的第 3 个选择是那些具有失败的经营运作模式的公司。2009 年年初—2011 年 7 月，Netflix 的规模急剧增长了差不多 10 倍。起初鉴于它同样规模扩增的成本，以及来自 Hulu 这样以低成本模式运作的公司的竞争，再加上其他因素(见图 1.2)，所以投资者一直确信 Netflix 必败无疑。知名资金经理人 Whitney Tilson 做空了股票并在 2010 年 12 月公开与 CEO Reed Hastings 书面交流（这一书面交流富于教育意义，又引人入胜，双方都有值得褒奖之处)，结果 Hastings 转变了经营运作的想法；Tilson 也于 2011 年 2 月弥补了自己在做空 Netflix 股票上的损失。

可不幸的是，Tilson 的做空行为最终被证实是非常正确的，到年末时逐渐猛涨到 300 美元的股价突然暴跌至 70 美元[20]。即使是经验丰富的投资人也容易受到人类心理和投资世界现实的影响。有多少做空者在其持有的股票稳步上涨的过程中禁得起经纪人追加保证金的通知（见图 1.2）？

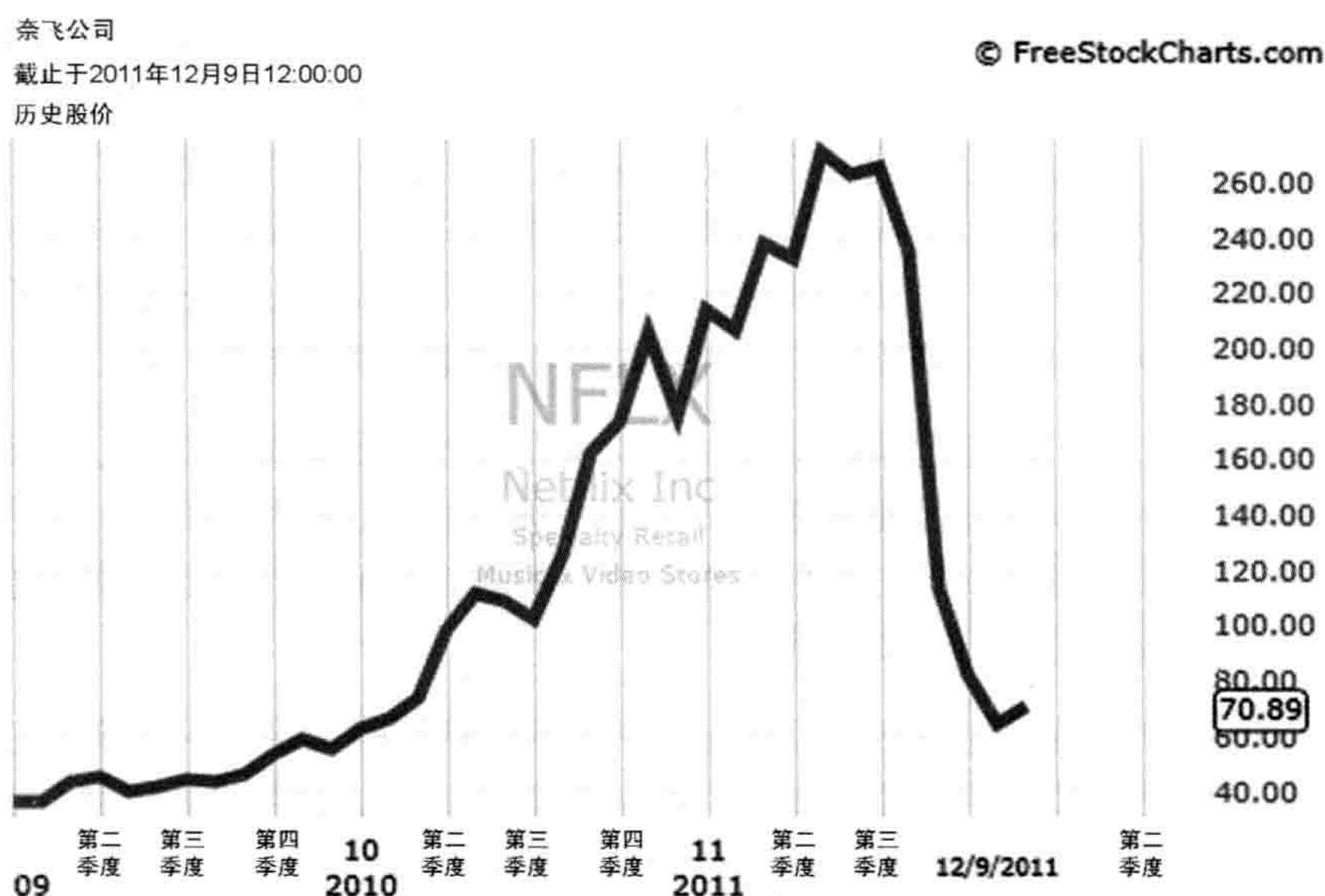


图 1.2 奈飞公司股票价格走势，2009 年至 2011 年 12 月 9 日

资料来源：www.freestockcharts.com，经过许可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 个做空的理由中的最后一个是做空者“需要做出正确决断”。如果做空者仅仅是从做空中获利，而不是通过做空而避免股灾来管理多空投资组合中存在的风险，则其便别无选择，做空者必须决断正确。专业的做空者必须在做空过程中持有大量股份，所以即使是其中一只股票与其决断相背离，也能够对自己的收益造成极大破坏。虽然当多空组合中的空头亏损时，多空投资者也会遇到一些问题，但是相比仅仅做空头的投资者来说，多空投资者遭受永久性资金损失的风险要小得多。

以上 4 个卖空的理由并不能真正地提供风险管理，但是其他却可以。本书中的独特方法可以使空头在牛市，这正是空头会遇到实际问题的时候，以及熊市中都可以赚到更多的钱，这就是空头和风险经理人的不同之处。不论市场如何变化，本书中介绍的控制风险的方法在某种程度上都会起作用。

下面的个案研究可以告诉你如何运用空头的工具来控制风险、如何弄清你持有的股票中哪些应该卖出，以及如何避免卖出其他不应卖出的股票，还可以告诉你如何做空那些即使以前为你赚了钱的股票而进行长远投资。

在着眼于这些个案研究之前，我们应该注意到这其中并不存在神奇或是神秘的东西。如果你希望能控制自己的风险，则需要像伯克希尔·哈撒韦公司的副主席查理·芒格那样将其特有的坦率风格界定为兢兢业业：“你要脚踏实地去做。”本书所写的全部内容是为了提供适用于每个读者的知识，问题在于大多数人并不阅读这些知识。即便读了，也没有深入钻研。因此尽管你持股的公司提供了信息，但大多数人并不关注这么多的信息，也可能并不知道所浏览的信息的含义。

与你持股的公司进行沟通的最浅显层次就是其发布的新闻公告，公关部门管理这些信息，并加以粉饰以便增强投资者的心理信心，让他们相信公司有无尽的美好未来。深入钻研的读者可以搜集出书背后的真正内涵，当然这可能会因为这样大量的资料造成时间不充裕的情况。

年报的情况可能会更糟糕，其中充斥表面感觉良好的文字、不断攀升的图表、满意的雇员，以及被公司产品弄得眼花缭乱的消费者，这就是推销、推销再推销和模糊化的处理。在生物科技行业急速繁荣后的狂妄自大中，有一例关于营销的惊人之举。生物科技公司 Human Genome Sciences 在 2000 年的年报中将高管人员的图片摆成与其著名的经典技术类似的图形（当有评论员把其称之为见过的“最老套的事情”时，我们不难和这位评论员产生共鸣。但是尽管在这件事上他评论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得很精准，我们还是建议他能够提供更多的信息）[21]。

千万别分心！真正的主体部分没有摆出来，它们藏在脚注中。

下一步就是华尔街分析师的报告，这些报告的撰写者被称为“卖方分析师”。因为他们想要将自己银行的服务项目卖给公司的管理人员，因此在写对公司有任何批判性的内容时都很谨慎，那些你在季度电话会议上听到说“各位，这个季度表现非常出色”的阿谀奉承的分析师也包括在内。这些报告可能包含点滴的珍贵行业信息，但是这些信息并不能助你打听到分析师献殷勤的那些公司的风险。

唯一和最要紧的是了解风险的信息来自公司和美国证券交易委员会间的文件，真实信息实际存在于这些文件页面中，更重要的是存在于通常不将数据呈现在易读表格中的脚注中。只有一些最佳的分析师注意到了脚注，但是这些却是法律规定公司管理人员必须披露的信息。一些最佳空头者，即不论是只做空头的人还是多空投资组合的经理人漏掉或对这些细节进行了浅显的分析，这是因为他们关心的是一时的热门、欺诈、生意失败和“决断正确”这样的关键词。

昙花一现的潮流

卡洛驰鞋子就是一时潮流时尚的最佳代表，这些五彩缤纷的鞋子在市场上掀起热潮。几个月内人人都有，从小孩子到你最没有时尚感的朋友，在投资者中几乎人人知道橡胶鞋在通常的经济繁荣与萧条这一完整的市场周期中无法幸存。显然昙花一现的潮流时尚只能暂时吸引人，之后便会逐渐消失。当卡洛驰面临这种情况时，公司将无法从其他收入渠道来扩展业务。然而这些都不能使一只股票成为一个好的做空对象，因为人们倾向于买入消费潮流并且经常在兴奋中买入股票，促使多头投资者伺机搭便车。

的确，卡洛驰剧增了 6 倍。从$12 涨到$80，许多人都赚了钱。如果在正确的时机进入和退出，一时的潮流也可能会给投资者带来巨大财富，但是仅仅试图猜测进入市场的时机就会给你带来十分惨痛的教训（在第 7 章和第 8 章中我们将会看到合理地通过市场择时方法选择入场时机能够奏效的情况）。

有许多投资者从$12 开始上升后的每个买卖价上做空股票，对于大多类似的情况，他们也都这样做。做空股票要求投资者从经纪人那里借贷股份，当你做空（拆借或者卖出）的股票价格上升时，你的经纪人发放追加保证金的要求，即要求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你为这一借贷提供现金来保障股票价格的上涨。许多做空卡洛驰的投资者都拿到了无法满足条件的追加保证金通知，从而被迫支付（购回股票），遭受了巨大的损失。这就说明即使某只股票价格由于一时的潮流时尚而上涨，你也不能决定做空。这永远不能称为“风险管理”，只是附加了风险。

卡洛驰最终还是像黑手党受害者那样坚定不移地陨落了（毫无余地），但是当它从$80 回落到$50 和$60 的这段时间，便是一个明显的做空信号。因为约翰的会计分析确定这只股票要开始衰退了，他发现了隐藏在脚注中的库存问题。该公司同时扩大了应收账款周转天数，商店里有卖不掉的商品，而在仓库中有更多堆积的货物。即使一只股票的定价过高，其公司卖出的产品仅产生的少量的收益。而股价几倍于收益，但是我们无从知晓流行度是否还会促使股价上涨，在搞清之前就做空股票只是一味蛮干，一只定价过高的股票也会变得越来越高估。

然而当有迹象能表明公司收益虽然开始增长，但其库存已经开始堆积。并且附加的对消费者让利的付款条件是为了刺激消费者承担下这些库存，这样的公司将再无法维持其增长轨迹。利空的因素来了。卡洛驰公司发布财报表明库存量增大，即无法销售出去的库存显然无法维持其收入的增长，而股票价格在$50～$60之间。如图 1.3 所示，市场很快像约翰已经预示到的那样显现，卡洛驰的股票价格骤然下跌到一位数。

我们等待利空因素的出现会对收益造成不良影响吗？答案是不会，这是做空者需要做的基本事情。卡洛驰的股票从$80 就开始下跌了，为什么还一定要等到利空因素出现才能做空？你只需要忽视它就好。做空一只从$70 下跌到$5（93%）的股票和做空一只从$100 下跌到$5（95%）的股票赚的钱是一样的。等待恰当的时机不会耗费你的开支，实际上这意味着你在散户不再支持它之前赚到的钱；同时这些会计问题导致的利空因素能够带来真实利润。图 1.3 说明了这一原理，每个黑色箭头所指的做空点都带来了相似的收益。

另一只正在形成且类似一时潮流的股票是罗维奥，即开发出广受欢迎的游戏“愤怒的小鸟”的芬兰公司。在编写本书时，罗维奥从风险投资那里筹集了$42 000 000，计划在几年内上市，空头们正在观望中。罗维奥一旦真的上市，极有可能除了小孩以外并对“愤怒的小鸟”游戏狂热的每个人都会购买这只股票。他们会对这一事实视而不见，即电子游戏行业充满了如法炮制的成功，而这样的成功异常艰辛且变幻无常。当然这只股票会给许多人带来高收益，我们暂时还不用理会“愤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怒的小鸟”这一掌上游戏对史泰博公司的带动。在我们看到这些小鸟锐利眼睛的白眼，即当收入和盈利都不再持续增长之前，我们都不应做空罗维奥，只有当会计分析显示收入不真实或者不可持续的时候才是做空的时机。

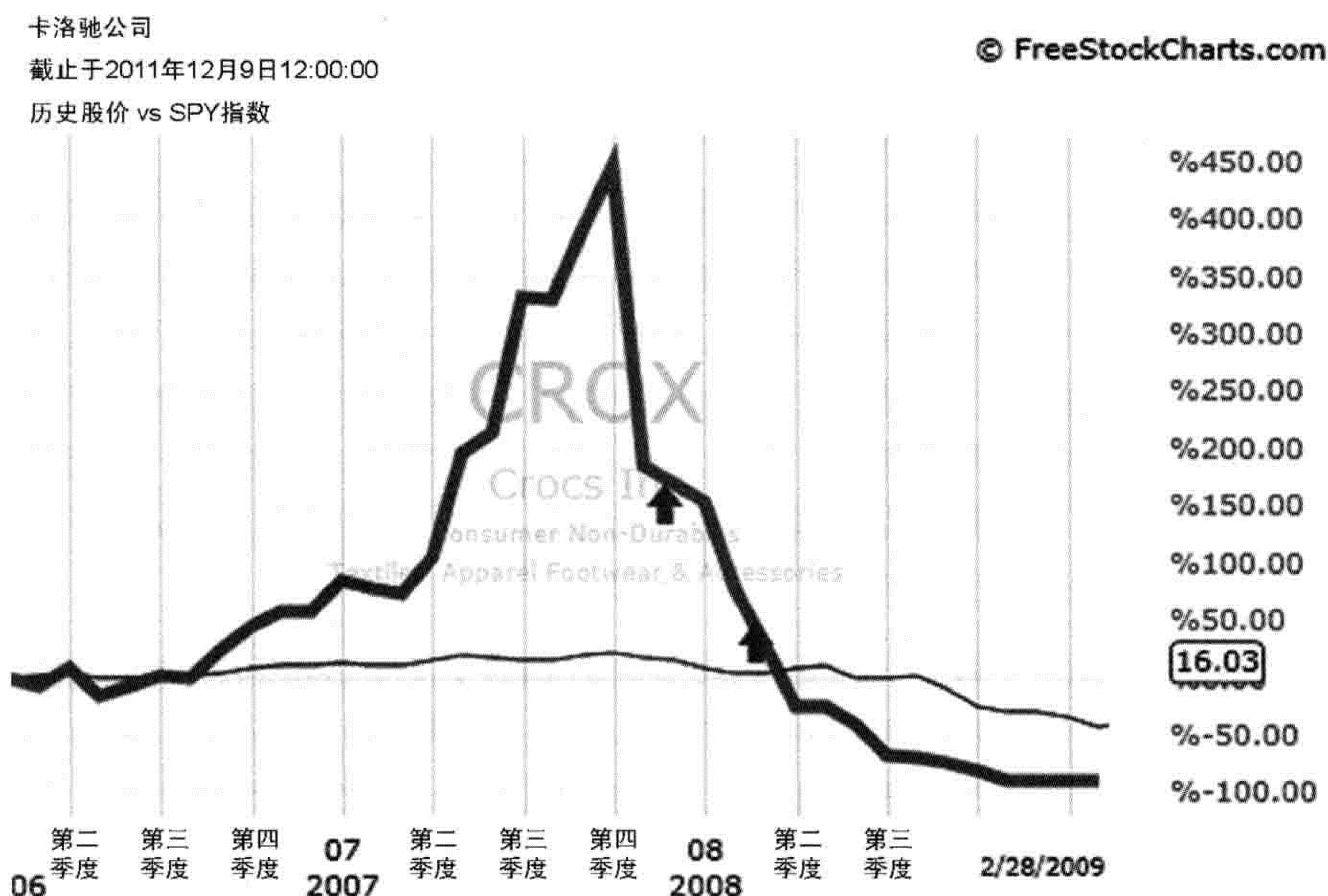


图 1.3　卡洛驰公司股票价格走势，2006 年至 2009 年 2 月 28 日

资料来源：www.freestockcharts.com，经过许可

如果你不想做空的话，对你来说意味着什么？你要明白你为什么买入一只股票。你要知道因为你的随波逐流，即对某一产品或某一公司的狂热已经给你的投资组合增加了风险。你最好避免一时潮流的股票，除非你能够充分利用一时兴起的股票购买者随着涨势合理买入。如果你不能知晓潮流何时变动，也无法通过库存积累的迹象知道何时是消费者需求的终点，那么持有这样的股票可能是致命的。如果你能够察觉，就应该卖出它获取收益或者降低损失。

欺诈

空头没有必要把精力耗费在判断一个公司是否具有欺诈性上面，因为识别出其会计问题就确认了它在欺诈，而且单纯判断其是否欺诈还会承担不必要的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安然公司于 2001 年从鼎盛跌落至破产，不过财务会计师对此并不惊讶。如果你知道应该看哪些信息，即便你不知道该怎么看，收入不真实的情况仍一目了然。当个别的精明的分析师在 2001 年 4 月 17 日的收益电话会议上指出安然公司收入不实这一点时，CEO 杰弗里・斯基林称其为不能提的内容。每个重要的财经新闻组织都掩盖了这一事件，这起事件本应该成为一个危险信号，警告每位投资者应当对安然公司的所说和所做进行严格监管。

问题在于时时关注欺诈问题会阻碍你的判断，如果你认为公司管理者是一个骗子，你就会开始关注那些你不可能知道的事情。即那些可以证明是欺诈的特定细节，如在产品、销售额和更多问题上的谎言。然而想要知道谎言是什么时候说出并实施是不可能的，因为人们把它隐藏起来了。你或许可以观察到蛛丝马迹，但要是你作为空头却又判断错误的话，则将损失一大笔钱。如果你只是想要弄清应该持有哪些和卖出哪些股票，那么你可以选择提早卖出股票或是在它不会再赚到任何钱的时候平掉自己的持仓。

我们的方法着眼于收入，在我们看到收入问题之前，这些问题会伴随库存增加和激进的收入确认，我们不会对一家公司是否存在欺诈行为妄下判断。希望做空造假股票是可以理解的，但是正确的关注点应该是一家公司是否进行了金融欺诈，而不是一位经理人是否在撒谎。

生意的失败

空头寻找那些具有可能会导致失败的商业模式的公司，但是没有什么特定的因素可以否定公司的经营模式，并让空头从中得利（如果长期持有，还可能因为错误判断而损失自己的财富），他们无法得知何时做空。通常大多数人判定那些债务高出收益或净现金流多倍的公司将无法持续经营，但实际上这样的公司是可以持续经营的。而且可以无限如此地经营下去，这是一种“未知格局”。关于商业模式导致公司失败的一个最佳例子是市政债券保险企业安巴克，这一企业的商业模式的确是不可持续的。其他两个生意失败的例子则是奈飞公司和网上订餐平台系统 OpenTable，奈飞公司的股票有不断增高的高倍市盈率，直到这一庞然大物垮掉；OpenTable 同样在面对竞争时激进的收入确认预示着做空时机的到来。

对某些公司来说，承担越多的债务似乎对其生意就越有好处。纵观历史，信贷时而宽松时而紧缩，在不同时期承担债务会有什么不同吗？花费精力和时间研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究安巴克的案例可以让你在投资生涯中获取更多回报。

安巴克于 1971 年成立市政债券保险业务（单一险种保险公司），为政府和企业提供保险以防它们所购买债券的发行机构违约，这会造成投保的短期资产不那么容易满足自身的债务。

从任何一家保险公司购买保单的投保人都期望在被保事件发生时能够得到保险公司的赔付——不论是车祸、死亡、医疗费用、洪水灾害或砸向屋顶的冰雹灾害，安巴克的客户为防范债券发行人违约，获得保障而付钱。

监管部门要求保险公司维持资金水平以应对潜在的索赔，但是不要求资金和所有保单的潜在索赔金额相等，就像不要求银行维持能够弥补全部贷款拖欠金额的资金一样。银行通过资金利差来赚钱，而保险公司通过评估风险事件概率来赚钱。由此不论是通过自有资金还是通过债务筹集的资金开展业务，在没有面临亏损时都是一样的。

保险行业正面临着一个两难境地，保险公司必须坚持严格的承保标准，以免出现足以冲破自己资本的损失。但为了给股东带来更多收益，必须同时通过债务筹集资金。即提高杠杆效应，承保更多保单，筹集更多的保险费来覆盖更多的潜在损失。承保标准和从更多保单与债务杠杆中获取收益之间存在与生俱来的矛盾，如我们从信用危机中可以了解到银行抛弃借贷标准于不顾，把钱借给任何贷款人。当抵押贷款出现违约风险时，银行无法弥补自身的损失而最终破产。

安巴克选择不断筹集更多的资金来维持高盈利性，信用评级机构对安巴克公司评级很高。正如它们对不计其数的其他公司评级也很高，这吸引了对安巴克的高评级有兴趣的债权人，并把钱以较低的成本借给安巴克。而安巴克的投保人由于有其担保，便更宽松地贷款给其他人，每个人都可以在放松银根的时期寻觅到资金。

但是安巴克却走到了悬崖边上，它担保了抵押债券（CDOs），由包括抵押按揭在内的资产组合。我们都知道发生了什么，除了这些抵押债券中极少数的高质量的抵押贷款，剩下的都变成了灾难。这场信贷危机之后就在撰写本书之时，美国或许多其他国家都还没有复苏的迹象，货币再一次紧缩了。

然而我们需要关注的重点是即使安巴克的债务杠杆比率达到 125 比 1[22]，也不见得是做空的时机。只有当信用像尼加拉瓜大瀑布那样奔腾流失时，安巴克和不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计其数的其他公司才会像预想的那样坠入深渊。同样的情况还有一例，像雷曼兄弟那样的投资银行的资产和所有者权益间的杠杆达到30比1而带来了灾难性的惨重后果[23]。

在牛市中你可以运用杠杆并购，想干什么就干什么，因为宽松信贷允许几乎任何一家企业进行筹资。但是2008年过后，众所周知当市场变成熊市和行情看跌的时候，信贷市场会比没油的发动机失灵得还要快。当货币的源头关闭之后，一个依赖于极高债务杠杆的商业模式会突然油尽灯枯，变得不可持续经营。这才是催化剂，在熊市出现时你才应该做空具有这个商业模式的公司。约翰认为市场一旦进入了信贷枯竭的熊市，则做空安巴克，而事实证明安巴克终究逃不过破产的命运。

接着来看奈飞公司的例子，直到2011年秋，上市企业奈飞公司是否是一个优秀的做空对象仍然存在最大争议。许多投资者在这只似乎只会上涨的股票上赚了大钱，怀疑者的主要观点是股票拥有如此高的市盈率，公司收入的增长将无法跟上。而其供应商会以损害利润的方式重新议价，这也意味着奈飞公司的高市盈率将会缩水，股票价格也将急剧下降。

多年来，经过奈飞公司管理人员非常出色的工作实现了从磁盘邮寄到在线媒体的多种服务。奈飞公司比最大的有线电视公司康卡斯特拥有更多的认股人，已经实现市场份额的增长及数字信号发送成本的降低。这些都促进了公司收入与利润的增长，并且没有任何会计操纵的迹象使奈飞公司比以前看起来更好。

然而奈飞公司是一个“未知格局”，几乎没有公司，甚至像奈飞公司这样的行业龙头能看到自己的优势永远都存在。长远来看它仍会面临竞争甚至破产，但目前还没有什么能够阻止这只股票攀升。难道空头们要等待这样的公司在未来5年、10年或更多年才开始衰退？你仅须要注意的是管理人员利用激进的会计方法来掩饰企业的衰退，直到那时情况就是显而易见的了。

奈飞公司股份在过去18个月之中几乎增长了6倍，截止到2011年7月前14个月增长了3倍，那些想要利用估值分析做空的人损失惨重。但是此时公司却在毫不考虑估值继续回购股份，即便股价已经超过了泡沫时代的价格。当人们发现其回购行为并不是为了股东谋利时，他们开始掩饰公司期权相关的问题，这引出了关于他们是否在专门将股东财富转移给其期权持有人和内幕卖家的问题。最糟糕的是与此同时公司CEO哈斯汀斯被指出涉足内幕交易，既不合法，也不正当。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除此之外，有消息称哈斯汀斯花了很多时间劝说短期资本经营者惠特尼·提尔森，他做空奈飞公司的投资策略是错误的。而后来空奈公司又搞砸了一笔物理光盘业务的洽谈，股价随之大幅下跌。当奈飞公司在 2011 年 10 月 24 日披露其第 3 季度报告时，公司已经失去了 810 000 个认股人 [25]，并且承认他们下一季度将无法盈利，股价在一天之内下跌 35%至$77。当公司以$218 的价格回购股票，哈斯汀斯和提尔森公开进行牛市交易的时候，很难相信哈斯汀斯没有预见到这些灾难将要来临。

另一个例子是命名巧妙的 OpenTable，几乎和奈飞公司一样广受争论。一度只要提及在美国任何餐厅预定位置，谁会说不用 OpenTable？再加上其他国家的业务 OpenTable 又会有怎样的增长？然而像亚马逊、易趣或谷歌这样的公司难道不会付出高成本在自己的系统中增加这项业务吗？实际上，谷歌向 Zagat 餐馆掏了腰包，迅速成为 OpenTable 的第 1 个竞争者。

面对竞争，OpenTable 的问题逐渐显现了。它改变了客户软件使用费用的分期偿还周期并缩短了客户生命周期。即保留一位餐馆客户的周期，由此吸引更多客户和公司签订未来的业务。从而使得当前收入和利润看起来良好，但这只是向未来借用了资源，被前置的收入被逐渐减弱的递延收入趋势识别并证实。应收账款天数（DSO），即公司从销售到得到收入的时段大幅上升。这暗示消费者在支付上出现问题或意味着公司提供了更多额外的优惠条件，也可能二者皆有，这只股票在 2011 年末便是一个可盈利的做空对象（之后一次股票回购使其空头感到平仓压力，不过这只是一次小量的公司资本配置。并且只是一个短期行为，所以 OpenTable 再一次成为一个有利可图的做空对象）。

卖出的时机并不是你认为一个商业模式无法幸存的时候，而是数据显示管理人员试图掩盖表现不佳的业绩和股票已经开始下跌的时候。通过我们详细的对收支、库存、应收账款、坏账准备金和其他的财务报表分析来观察特定利空因素，并希望能够根据它们来安排自己的买卖行为。

非对不可

典型的空头需要吸纳大量的头寸来赚钱，通常是长期持有，因此做好风险控制至关重要。然而他们不是风险控制官，只是短期资本经营者。视其能力范围正确或错误地识别一时潮流、欺诈和导致失败的商业模式这样的利空因素，并由此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大下赌注、这是他们认为的赚钱的最佳机会。未持有多空投资组合的空头，只是空头无法承担犯错的后果，因此他们是判定持有空头头寸的最佳声援者和推广人。

通过经营多空投资组合，经理人可以利用做空来控制风险。当一个持仓发生损失时只需要平掉它就可以了，不过你还是会发现他们有时会持有一个净空单，我们可以想想为什么他们只在100%确信能够有收益时才去做空。与此同时，他们还会选取一个有40%或60%上升空间的估值偏低的股票来做多；此外，就算他们认为某只股票就是最终的做空对象，很多空头也会在其下跌途中，以少量利润平仓而保有收益。然而多头投资者转做空时，似乎就失去了理智，这使他们失去了多空投资组合可以为其带来的真实收益。

不过在做出正确选择和赚钱之间存在差别，许多优秀的多头投资者非常擅长估价和商业分析，但是并没有完全理解盈余质量和标识激进的会计方法的迹象。他们或许对如何避免投资一只绩差股很在行，但是当提及识别利空因素来做空股票时往往比较反感。

这种反感的主要原因是你在多头投资上可以有无限收益，相对来说至多有100%的损失。但是空头投资最多会有100%的收益，相对来说潜在却有无限损失的可能。不过这种情况只会发生在这样的投资者身上，即他的确持有一个空头仓位，而股票价格却在不断上涨。事实上，在没有分析做空收益和平仓时机之前，盈余质量分析师不会轻易做空。这样可以避免保证金不足而强平的情况，即不惜任何代价平仓而带来的灾难性的损失，“无限损失”的争辩只会和毫无准备的空头投资者有关系。

避免出错的两个度量标准

不管是为了避免在你的投资组合中出现崩盘而卖出一只股票，或是为了积极地做空了解一些多头不关心的事情是至关重要的。例如，许多人都做空一只股票而交易量却很小，那么一丁点儿好消息都可能使空头变得非常糟糕。这些人借入需要的股票并卖出，押注其下滑趋势，随后他们就可以以低价买进股票并退还给债权人来赚取差价。但是如果事情不像他们预期的那样发展且交易量不高，他们便会痛苦地犹豫是否需要在不利价位上平仓（回购股票交付给债权人），避免多头需求的增加而带来的价格飞涨。让我们来看看避免这样痛苦的两个关键方法，即股票的空仓量/流通量的百分比和日均空平率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于第 1 种方法，可以利用网络资源找出一只股票的空仓量并和其流通量比较，流通量是指交易日可以自由交易的普通股（除了限制性股票、优先股和拥有超过 5%份额的股东所持有的股票）。空仓量/流通量（空头净额）的百分比越高，继续持有空头的风险就越大。任何一个利好的新闻都会给空头带来风险，因为此时多头的需求会远超多头的供应，这是一种经典的逼仓的情况。空头亏损他们便开始平仓，他们的回购行又促使价格进一步上涨。从而给空头带来更大的损失，任何忽视这个度量标准的空头通常都要忍受的巨大的痛苦。

第 2 种方法是使用日均空平率作为度量标准、在此处根据空头平仓量/日均交易量即便可构成一个指标衡量。当所有空头都需要平仓时，你的平仓操作将如何艰难；若日均空平率很小，就表明可能有足够多的对手盘，能够允许空头相对简单地平仓；若日均空平率很大，那么随着价格上涨，无法平仓的风险也增大且可怕的逼仓将再一次出现。

而最好的方法是把注意力集中在激进的会计方法上，避免盲目地跟风，像其他人随意根据 “一时风尚”或“疑似欺诈”等简单判断就做空一只股票。这还有个费解的现象，即为什么那些逆势而行的投资者不在其做多时想想他们手上有多少股票是可以做空的呢？

我们不是想要一定判断正确，而是等待显而易见的会计问题出现时采取应该的行动。你有自己认定的利空因素，而将其使用在多空投资组合中就降低了风险，减少了在单一头寸上需要决策正确的必要性；同时就避免了投资组合的重大损失，这使得多空两头都有了保证。你还需要有策略地管理头寸，不要由于盲目跟风而下太大的赌注，也不要试图通过市场周期驾驭它们。在你最擅长之处利用基本的技巧交易，并利用会计上的识别。这样做使你在任何头寸上都不会轻易亏损，更不用说整体上了。

有时即便你是正确的，你仍可能做错。美国在线（AOL）在与时代华纳合并前给美国人民带来了巨大财富，而之后便陨落了。1998 年 10 月 26 日，AOL 以 205 的市盈率急速上升，每个以做空为生的人都试图做空这只股票。但当 AOL 在 1999 年 4 月以高达 532 市盈率出现时，他们都遭受了巨大损失。只要有一次像这样的交易就可以让你永远无法翻身，可惜解救者未能及时出现。

但是大多数成功的空头不会因为公司估值偏高就下大量赌注，因为即使 AOL 股价再高，每个持有其股票的人都是有意愿的潜在买主。这其实是一个会计问题，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些股票是基于 AOL 的资本化证券。投资者将其作为一项资产交易，公司股票在损益表中的交易所得促使 AOL 的每股收益高升。

值得注意的是，虽然 AOL 在 1995 年和 1996 年出现了会计问题，但这并没有造成什么影响。之后，AOL 不再需通过将其费用资本化来让公司显得可持续盈利。AOL 的收入都是真实的，每季度以 50%的惊人速度增长到 100%，在其领域里占主导地位。而最终美国证券交易会的罚款只不过是小菜一碟，无关痛痒。空头们也许确实识别出了会计问题，但是这并不影响什么。

我们在本书中强调的财务分析指出了投资者的错误，他们发掘出了会计问题，但是这些问题并不是重点。AOL 的确通过费用资本化的手段在财务上耍了伎俩，但是它并没有在收入上做手脚。一家公司资本化销售费用是一种可怕的信号，但是像 AOL 那样需求过多而使得收入增长压倒性地盖过了费用问题，销售费用资本化便没问题了，这就像是一座摩天大楼完全遮蔽了旁边的顽抗业主不愿售卖的旧房子一样。下一章将讲解收入确认问题，因为几乎所有激进的会计方法和盈余质量问题都从这里产生出来的。

本书描述的方法能够根据最重要的依据来帮助你识别会计问题，最好的识别就是公司采用激进型的收入确认掩盖了其放缓的需求。没有认清收入和资本化费用哪个更重要的人，即在会计上只见树木不见森林，做空 AOL 而自取灭亡。而当 AOL 与时代华纳合并后真的暴跌时，这些投资者却没有因此获利[26]。

关注真正重要的会计问题，不要让会计账目中的一点点沙粒蒙蔽了你。你需要看见 AOL 的整片沙滩，并且远离非对不可的情绪。

亏损最小化，财富最大化

本书中其余部分讲解的是如何利用空头工具来避免陷阱，并指导我们的行动。我们会说明如何鉴别激进型会计方法，如何控制风险，以及有技巧性地管理头寸。

将注意力集中在风险控制上，而不是从做空中获取大量收益，这是控制投资组合风险和不断增加财富的好方法。要知道，正如科技和房地产的崩溃告诉我们的那样，赚钱的一个最佳方法就是谨防亏损。如果学会了怎样理解条文细则，卖出、甚至是做空许多股票都会让你长久地赚到钱。我们会告诉你什么时候改变你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资组合，如何准确地抓住正确的时机。大多数人只看到从股票大涨中赚到的钱，但是事实是他们可以通过在熊市中不亏损而赚到同样甚至更多的钱，最小化你的风险和损失就可以最大化你的财富。

我们介绍的方法在牛市中同样适用，所以不论是牛市还是熊市，在任何投资风向中正确的卖空分析都可以起到作用。

我们以一个简单的观点开题，也以此结尾。即虽然大多数股票都是赔钱的，但为什么亏损的就应该是你呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章

激进的收入确认

从头开始 / 27
已变现收入还是可变现收入 / 28
喂饱渠道 / 30
会计完工百分比法 / 33
关联方收益 / 38
监视递延收入的变动 / 39
非货币性交易 / 40
开单留置收入 / 41
一次性收益还是收入的利息收益 / 42
销售型租赁增长 / 42
收购分销商 / 42
收入确认政策的变动 / 43
低于报告水平的真实收入增长 / 46
总结 / 48

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从头开始

收入作为损益表的顶栏是有原因的，因为它是所有公司的命脉所在。投资者对收入增长趋势进行详细观察，以此评估一家公司绩效的实力。但是尽管意识到收入至关重要，他们也不会对其像损益表中每股收益此类的条目那样给予同等的重视。人们普遍认为收入比每股盈余更难操控，使得一些人把市销率包含在其分析之中，然而管理人员有很多方法可以通过操控损益表中的收入来掩饰公司的增长减速。

任何一个有几年翻阅财务报表经验并愿意做这项工作的投资者都可以察觉到收入操控行为，然而大多数人没有，因为阅读脚注似乎是一项费力的任务。所以管理人员坚持不懈地用各种方法将收入问题藏进脚注中，以此来掩盖公司报表结果中潜在的薄弱环节，而他们的确是可以这样做的。其余的财务指标依附于收入，它最需要仔细审查。任何有关收入可持续性的问题都会使其余的财务指标遭到质疑，事实上，财务这条大鱼就是从收入这个鱼头开始腐烂的。

让我们从损益表开始，图 2.1 说明了如何将关注点从上到下按照优先顺序排好。

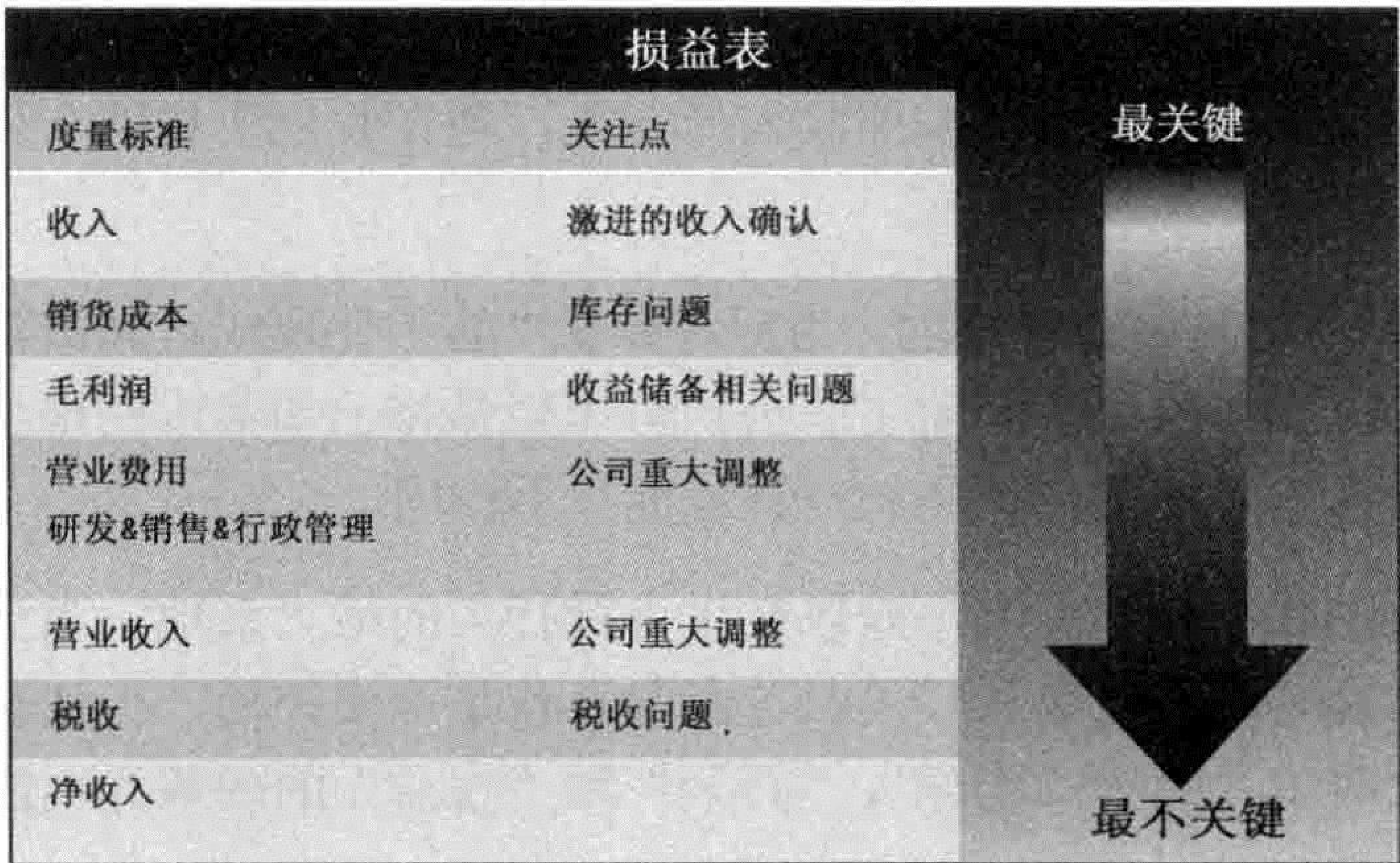


图 2.1 通过损益表看盈余质量问题：从最关键的点到最不关键的点

资料来源：John Del Vecchio，©2011.

经常听到价值投资者提及的 3 个财务报表中的损益表是最不重要的，而现金流量表和资产负债表是最重要的。无论如何，收入确实是所有 3 个财务报表中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键驱动因素。

对于现金流量表的可信度来说精确的收入是至关重要的，因为损益表的最后一栏，即净收益正是现金流量表的顶栏。投资者有各种各样的方法看现金流量表，计算巴菲特的所有者收益。所谓的“真正的”净现金流包括营运资金的变动和企业净现金流等等，但是了解收入操控是否会影响现金流的质量和可持续性同样重要。

收入同样会影响资产负债表，想想看应收账款可以预示公司产品需求的减少或是公司激进的收入确认。收入将 3 个财务报表紧密地联系在一起，收入确认不是唯一的盈余质量分析因素，但却绝对是最重要的因素。

已变现收入还是可变现收入

收入在其真正获得时确认，但是时间选择上是开放的。财务会计准则委员会制定了一些准则来引导管理人员[1]，但是也为他们留下了足以导致欺诈行为和结果的灵活性。

当货物、服务、商品或其他资产变现或可变现时即实现了收入，然而把一美元储存在公司的活期存款账户上和让公司在这一美元上持有债权是有巨大差别的，人们说“二鸟在林不如一鸟在手”是有道理的。要求变现就可能需要收款，但不是所有的东西都收回来。按照收入的定义，现在我们所说的实现了收入就有确定和不确定之分。

“可变现的”也是朦胧模糊的，当应收账款“易于变现成可知数量的现金或要求变现”时，收入便是“可变现的”。公司可以轻易将已知数量的现金变成对现金的债权，管理人员对于债权种类的理解可能互不相同。

这样实现的收入给管理人员施以产生可疑行为的最大余地，当公司实际完成必须做的工作并有资格以收入代表收益时收入就是可操控的。无论是公司希望在什么时间计入收入，对于“实际”、“必须”和“收益”的理解并不需要劳烦律师来钻空子。

在这样的灰色定义下，管理人员可以偷偷操作。尤其是对无形资产的操作，如软件。评估管理人员是否忠于道德准则，张弛有度或超越界限可以让你知道你对管理人员可以抱有多大的信心，以及公司的盈余质量表现是好是坏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里我们有用来分析和判断公司收入质量的方法，你要牢牢记住的一个首要度量准则就是应收账款周转天数。

应收账款周转天数

每项业务都希望能够尽快结账，顾客支付单据的时间越长，本质上公司用于免付利息的客户融资金额就越多，从而有意或无意地成为债权人。虽然投资者并不能掌控公司的经济形势，但应收账款完全可以警告人们公司经济可能已经出现放缓，他们是否可以跟踪其持有股票的公司的经济状况是不确定的。如果他们消极地这样做，将不能及时地了解经济状况的变化。而跟踪应收账款是至关重要的，因为公司的经济趋势可能会从中显示出来。不仅能够说明不良的客户财务情况，还能够说明公司可能放宽了客户的付款条件并牺牲了未来收益而使得当前的收入情况看起来不错。

一个公司的客户为其产品或服务支付所需要花费的平均天数叫做“应收账款周转天数”（DSO），其变动可以告诉我们很多内容，如警告我们注意隐藏于后的关于付款条件是否转换的细节信息，更加优惠的付款条件通常相当于更激进的收入确认。DSO[2] 的计算公式如下：

$$DSO=91.25\times(应收账款/季度收入)$$

通过跟踪几个季度的应收账款的移动平均线，我们对于其趋势更加清楚。我们想要比较同比（说明了业务的季节性）和环比（说明了业务的连续性）的季度应收账款周转天数。变动可能是因为经济下滑和催收不力等原因，但是我们更想了解的情况是公司是否通过不利的付款条件变动中从未来借入收入，从而使得当前季度的业绩看起来比实际情况要好。一个关键问题是多数情况下华尔街的报告都会犯错，通常而言，一家公司报告较高的 DSO 并暗示了其利用宽松的付款条件激进地确认了收入。之后管理人员会在季度电话会议上发表意见认为客户都是高质量的，有良好信用。所以公司预期能够催收应收账款，催收是毫无风险的（太棒了）。华尔街分析师通常相信管理人员的话，并在自己的研究报告中重新做一解释。

这是大错特错！更高的 DSO 与催款毫无关系，却和收入确认关系相当紧密。如果公司不提供放宽的延伸性支付条款，那么就无法吸引客户来确保本季度的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入，这与公司是否能催收应收账款没有关系。公司采取宽松条款来拉动当前季度的收入，这就是所说的“喂饱渠道”，下面说明它是如何起作用的。

喂饱渠道

一家公司可能会意识到当前季度的业绩不会符合华尔街的预期，这可能会引导关注季度结果的投资者卖掉其股票。管理人员可能提供延期付款等条件来引导客户加快商品与服务的购买，从而公司可以确保本期收入并提高绩效成果，还可以避免股价下跌。

这种情况实际上发生的比人们想象的要多得多。假设到了 6 月 28 日，离下一季度还剩两天。公司仅完成了 80%的预期季度收入，这便有了一点麻烦。设想一下，CEO 登上飞机并和他的团队坐在你的对面。假设你是他们的一位客户，他们唯一能确定的就是你会在下一季度购买其产品，这就是他们选择你的原因。在重重压力之下，他们没有时间做销售工作并且知道你有销路。所以他们精心布局，如果在季末之前与你签了合约，那么公司便会给予你价格折扣或其他更优惠的付款条件。这种情况是时时发生的，尤其在软件行业，客户都学会了等到季末再购买软件产品将会得到实惠。

当然，这只是借用了未来季度中的收入。客户本来就是会购买的，更可能会在更为正常的条款下购买。如果一家迅速成长公司的季度业绩出现异常，这样做便可以生效了。但更为常见的是“喂饱渠道”策略仅仅意味着随后的销售渠道变得更少，这种方法可以使用直到无法生效为止。公司成为一只在跑步机上的老鼠，就像电影演的那样以悲剧收场。

如果公司在证券交易委员要求披露的关于流动资金与资本来源的文件中说明它是否在特定的季度中会提供特别的购买条件，这当然是最明确，也是最好的指示。除非你有极好的运气，否则不能看见这样的指示。那些认为需要通过“喂饱渠道”而美化其报表的公司不可能刺破气球，揭露自己在做什么。

那些警觉并在暗中观察 DSO 增加的投资者知道这预示特别融资，也预示公司利用了附加的不利付款条款。跟踪过去 6 个～8 个季度的应收账款周转天数，依此观察其是否有季节性或其他趋势。由此观察当前季度的 DSO 是否正常，或 DSO 的增加意味着应收账款的异常活动。暗语同样可以揭示很多内容，如果管理人员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影射出“后面季度的负担会很重”，这就有可能表示公司有迹象会在季末以“喂饱渠道”的策略来满足华尔街的预期。除了业绩飞速增长的公司，如果你听说它们以“爆炸式增长”或是“非线性增长”，则会大吃一惊。没有公司会承认它们在“喂饱渠道”，所以要利用这些积极的术语。

这里讲述一件轶事，汤姆从一家快速成长的公司购买了低成本的基于软件的云产品。而且只是自己使用，他并不是那种购买 1 000 个席位的大型商务客户，然而销售人员在季度的最后一个星期每天都给他打电话促销。当汤姆提出为什么要让利给客户这个问题时，销售人员说这在每个季末这都是很“正常”的，确实“喂饱渠道”在软件公司中十分盛行。汤姆遗憾没有得到一个更好的价格，但是他确实让销售人员答应了分期付款的条件，而事先公司对一次性付清年费是相当坚持的。这样就行了！如果一家公司给其销售人员施压让他在这笔小生意上妥协，那么公司更可能为大客户提供更大的让步。

一个真实的例子发生在 2006 年 3 月，约翰对客户发布这个报告，指出应收账款周转天数的增加给 eResearch Technology 公司的投资者带来了风险。

> eResearch Technology 公司为药物和医疗设备制造商开发新产品提供了关键的安全解决方案，2005 年 12 月的季末它的 DSO 在同比和环比上均有涨幅。表 2.1 说明应收账款周转天数差不多环比上增加了 4 天，同比增加了 5 天。DSO 的增加在很大程度上由应收账款水平的增加而驱动，尽管同比收入降低了。

表 2.1 eResearch Technology 公司 DSO 问题

季度结束	2005 年 12 月	2005 年 9 月	2005 年 6 月	2005 年 3 月
年收益	$25.4	$20.9	$17.6	$22.9
应收账款	$15.2	$11.6	$11.1	$14.8
DSO	54.5	50.7	57.4	59.0
DSO 年度趋势	↑	↑	↑	↑
季度结束	2004 年 12 月	2004 年 9 月	2004 年 6 月	2004 年 3 月
年收益	$27.1	$28.0	$28.2	$26.1
应收账款	$14.8	$18.5	$17.6	$18.2
DSO	49.8	60.1	57.1	63.6

*金额单位为百万美元，DSO 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 2006 年 2 月的季度电话会议中，CEO 约瑟夫·埃斯波西托注意到有 800 万美元的业务收入是在“12 月的最后几天”确定的。在某种程度上，那些收入肯定不是由于之前业务延期而确认的，这可能显示出公司季末负担很重。也说明了可能存在激进的条款或价格折扣，二者中的任何一个都可能降低这期间的盈余质量。

在收入上自食其果只需要两个月，图 2.2 中的箭头处显示出约翰在 3 月 13 日发布了这个报告。在 4 月 26 日，股票以$13.74 收盘，公司宣布了今年余下时间将会实行低增长的政策指导。股票稳步下跌，直到在 6 月 12 日跌至$9.12，也正是公司宣布埃斯波西托将会辞职下台的那天。股票在 11 月跌落至最低的$6。

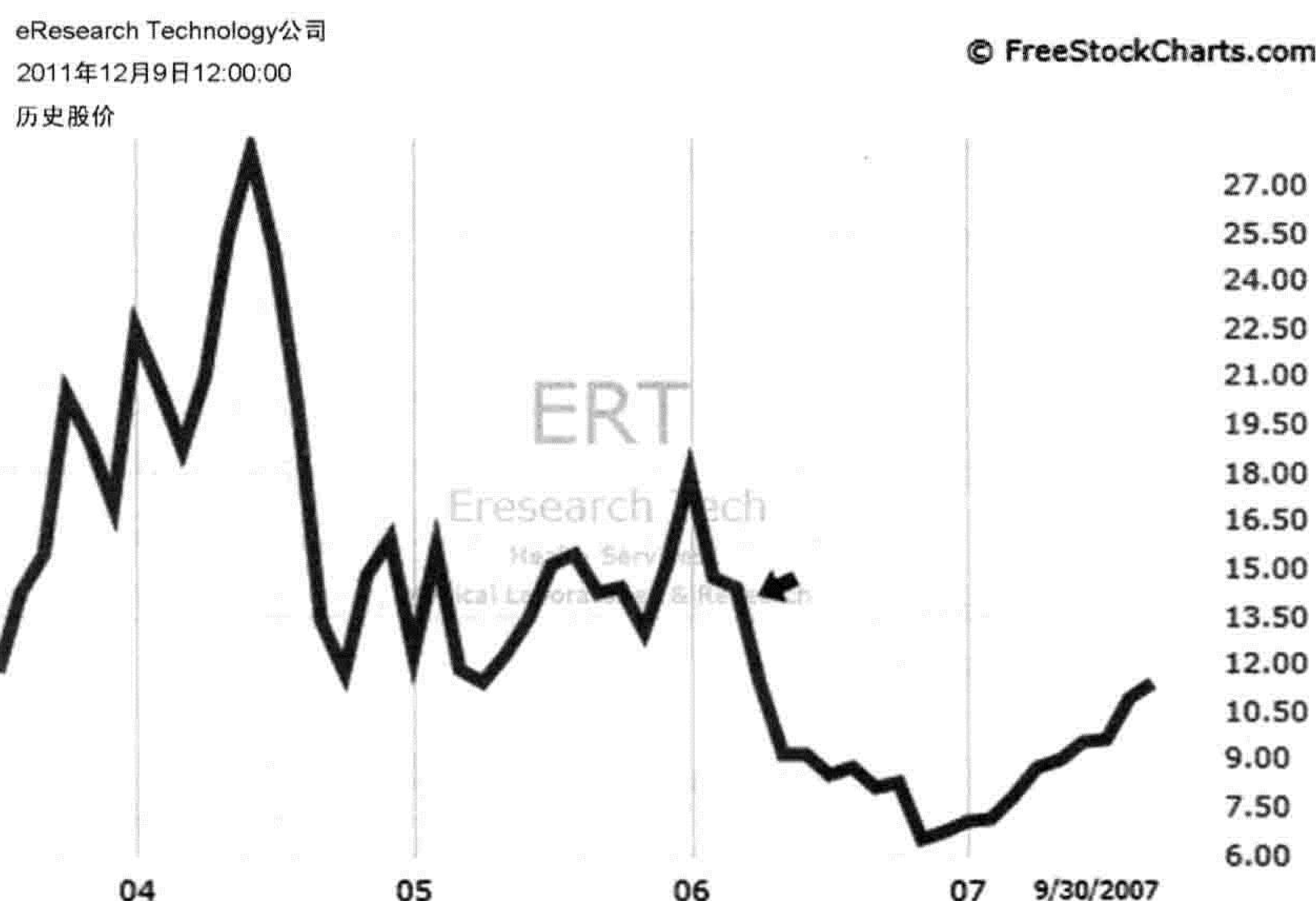


图 2.2　eResearch Technology 公司股价走势：2004 年至 2007 年 9 月 30 日

资料来源：www.freestockcharts.com，经过许可

另一个例子是在 2005 年的第 1 季度，海伦尔赛咨询公司的外表华丽的产品未能掩盖其不良的盈余质量，约翰警告客户公司正在激进地确认收入。

应收账款天数的增加应归因于额外的付款条件

在 2004 年 11 月期间，相较于上一年同一时期，公司的应收账款周转天数增加了。在季末根据公司的计算，应收账款周转天数是 72 天，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 同比增加了 3 天。公司管理人员将这样的增加归因于国际销售额的增长，而国际上普遍会使用更长的付款条款。我们通常关心附加的付款条件，因为通常它们会使未来的收入提前归入当期，留给下一季度来填补收入差距。这样增加了那时期盈余遗漏的风险，结果可能对股价有着负面影响。

根据约翰的经验，即使在应收账款周转天数上同比仅增加几天，也可以标志不良的盈余质量和未来潜在的问题。

会计完工百分比法

为了满足公司的财务需求，公司会利用会计完工百分比法分配长期合同中每个时期的所获的收入。在每个报告期间，管理人员估计完成工作的比例进行收入确认并计算得到相应的利润，因此公司是在给客户开具账单之前进行收入确认的。

关键词是“估计”，任何时候灵活性进入方程之中都会有机会对数字进行操控。管理人员可以低估已发生成本或高估指定期间工作完成的比例，以未来报告期不良的结果为代价来提升当期结果。

会计完工百分比法下激进的收入确认可以采用多种方法，如果管理人员高估了合同中工作完成的比例，与收入相关而未到账的应收账款会急剧上涨，由此可以警示投资者；此外，急速又无法解释的毛利率上涨可能预示公司管理人员提高了项目的毛利润。

亚信科技可能使用了会计完工百分比法加速其收入确认；同时伴有其他激进的收入确认，这使得约翰于 2010 年 6 月 2 日在其研究服务中向客户发布了一个报告，此时亚信科技的股价达到$21.54。

公司背景

> 亚信科技有限公司是为电信服务供应商及其他主要的中国企业提供远程通信软件解决方案、信息技术安全产品及服务的公司。
>
> 以下两点主要因素可得出这家公司盈余质量恶化的结论，即加速的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入确认和过高的毛利率。

（1）亚信科技未缴应收账款账目的趋势预示加速的收入确认

亚信科技的未缴应收账款在近几个季度以来急剧增加，表明潜在的加速收入确认的问题。一家公司使用完工百分比法时就会产生未缴应收账款，表示在为客户开具发票之前自行确认了收入。激进的管理人员可以利用这些未缴应收账款来前置项目还未完成的收入确认，实际上这是预估账目；此外，管理人员还可以估计项目完成前的收益率，表 2.2 阐释了亚信科技的应收账款周转天数变动趋势。

表 2.2 亚信科技增长的 DSO：从 2008 年 6 月至 2010 年 3 月（季度）

季度结束	2010 年 3 月	2009 年 12 月	2009 年 9 月	2009 年 6 月	2009 年 3 月	2008 年 12 月	2008 年 9 月	2008 年 6 月
DSO	169	155	144	161	143	88	118	100
环比变化率	9%	8%	(11%)	13%	62%	(25%)	17%	(29%)
同比变化率	19%	76%	22%	60%	1%	(13%)	(17%)	—
4 个季度平均 DSO	157	151	134	127	112	112	115	121
4 个季度平均 DSO 变化率	4%	13%	5%	14%	0.4%	(3%)	(5%)	—
应收账款在年收入中的占比	186%	170%	158%	176%	156%	97%	129%	110%

*DSO 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

如同表 2.2 所示，应收账款周转天数水平在连续 4 个时期同比增长。然而由于一个被称为“IBM 配置”的项目，亚信科技的应收账款水平需要被调整。借此项目，公司扮演为其最大客户中国移动提供特定产品的经销商角色。亚信科技在美国证券交易委员会要求的报告文件中的原话如下：

“另外，近期我们通过担任 IBM 公司或其经销商的的销售代理为向中国移动或需要实施 IBM 配置项目的公司出售特定产品，并开始增加服务收入。IBM 配置的服务费用由总合同金额百分比决定，我们已经评估了财务会计标准委员会发布的指导中所提出的准则。准则是关于作为代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理商，报告中应以总收益还是净收益作为计算标准，来决定是以中国移动支付的总金额及相关成本核算收入，还是以扣除了支付给供应商的硬件成本后获得的净收益金额核算收入。尽管我们要承担供应商提供的产品的存货风险，并要向中国移动开具总金额账单。我们还是以扣除硬件成本后的净收益金额作为代理服务收入，原因一是供应商是这样交易中的主要债务人；二是我们在创建价格问题上没有自主权；三是我们没有参与产品规格的决定过程；四是我们不承担信用风险，因为我们根据合同有义务只有当中国移动支付时我们才支付供应商；五是我们没有权利选择供应商。”

根据上述 IBM 配置项目中服务收入的计算方法，表 2.3 调整了亚信科技的应付账款周转天数。在表中可以看到除去 IBM 配置项目中的应收账款，亚信科技几乎所有其他应付账款的都是未开发票的，并且仍然呈不断上涨的趋势。这样的趋势不仅显著，而且幅度巨大。ASIA 在中国移动有很高的客户集中度，中国移动代表了亚信科技收入的 70%。其销售份额占比从去年的 66%上升到了 93%，成为亚信科技前 3 名的大客户。

表 2.3 亚信科技增长的未结应收账款：从 2008 年 6 月至 2010 年 3 月（季度）

季度结束	2010 年 3 月	2009 年 12 月	2009 年 9 月	2009 年 6 月	2009 年 3 月	2008 年 12 月	2008 年 9 月	2008 年 6 月
应收账款总额	$117.9	$129.6	$100.1	$103.2	$79.7	$52.0	$57.7	$46.2
归属于 IBM 的应收账款	$46.7	$57.0	$21.5	$38.9	$17.9	—	—	—
除去 IBM 的应收账款	$71.2	$72.6	$78.6	$64.3	$61.8	$52.0	$57.7	$46.2
未结应收账款	$76.7	$72.2	$55.8	$53.7	$40.9	$28.6	$27.2	$23.7
未结应收账款占比（除去 IBM 后的应收账款）	108	99	71	83	66	55	47	51
DSO	110	86	80	84	73	49	55	51

*金额单位为百万美元，DSO 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

亚信科技未开发票的应收账款一直在增长，递延收入却急剧下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这项账目的消耗不仅流失了现金流，而且意味着未来季度收入的下降。递延收入周期在 4 个连续时期内同比下降，表 2.4 表明了这一点。随着应收账款周转天数的增加，应收账款周转天数与递延收入天数（DDR）间的关系在 2010 年 3 月迅速增加到 119 天，而一年前只有 57 天。

表 2.4　亚信科技越来越糟的 DSO 与 DDR（递延收入天数）的差值：从 2008 年 6 月至 2010 年 3 月（季度）

季度结束	2010 年 3 月	2009 年 12 月	2009 年 9 月	2009 年 6 月	2009 年 3 月	2008 年 12 月	2008 年 9 月	2008 年 6 月
DDR	51	54	53	49	86	75	77	78
递延收入	$35.2	$45.6	$36.6	$31.3	$47.9	$44.4	$37.9	$35.8
环比变化率	(7%)	4%	8%	(43%)	13%	(2%)	(1%)	(21%)
同比变化率	(26%)	3%	(3%)	(13%)	27%	53%	107%	—
4 个季度的平均递延收入	$37.2	$40.3	$40.0	$40.4	$41.5	$39.0	$35.1	$30.2
4 个季度的平均递延收入变化率	(8%)	1%	(1%)	(3%)	6%	11%	16%	7%
DSO-DDR	119	101	19	112	57	13	40	23
环比变化率	18%	10%	(19%)	96%	342%	(68%)	79%	(47%)
同比变化率	108%	679%	126%	396%	35%	(64%)	(55%)	—

*金额单位为百万美元，DSO 和 DDR 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

（2）过高的毛利率

利用会计完工百分比法可以通过给客户开具发票前增加预计收入而导致加速的收入确认，而当管理人员在此期间评估项目收益率时它也同样可能通过高估毛利率来达到同样的目的。再次重复，这是一个管理人员估计的账目。

有趣的是，尽管亚信科技未开发票的应收账款在不断增加，但是其收益率也同时在增加。表 2.5 表明了毛利率和营业利润率的近期趋势，在 2010 年 3 月的季度中毛利率超过了 61%，提高了 750 个基准点（100 个基准点=1%），营业利润率提高高达 1 000 个基准点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.5 亚信科技增长的利润，从 2008 年 6 月至 2010 年 3 月（季度）：可持续的吗？

季度结束	2010 年 3 月	2009 年 12 月	2009 年 9 月	2009 年 6 月	2009 年 3 月	2008 年 12 月	2008 年 9 月	2008 年 6 月
毛利润	61.5%	57.7%	54.6%	49.1%	54.0%	53.5%	51.8%	45.3%
同比变化率	13.9%	7.8%	5.5%	8.5%	5.9%	11.4%	3.8%	—
营业利润	22.9%	21.5%	16.0%	10.9%	12.2%	14.5%	11.8%	8.5%
同比变化率	88.5%	49.0%	35.8%	29.2%	58.9%	17.8%	22.0%	—

资料来源：美国证券交易委员会的文件

毛利率超出了预期，当卖方分析师通过模型对估计该公司的毛利率后，便向其管理人员提出了利润率的质疑。亚信科技的回答充其量算是模棱两可的，CEO Steve·张解释说毛利率的提高是由于几个因素产生的："我认为几个原因同时促使了我们第 1 季度的高利润率增长，首先我认为收入一栏被我们的电信解决方案收入所驱动。在费用的那一侧，由于用人的周期性，我们确实在第 1 季度推迟了新员工的招聘计划；同时，第 1 季度还有春节两个星期的假期，这也减少了我们的总费用，我认为从整体来看收入增长快于费用增长。"

然而收入高增长而费用却没有随之高增加的另一个合理解释是加速的收入确认，未开发票的应收账款的快速增长、递延收入的减少和毛利率的显著增加都提高了我们对亚信科技盈余质量的担忧。

3 个度量标准间的关系表明收入的任何下降都可能对亚信科技的运营带来重要影响；此外，2009 年 12 月 6 日亚信科技宣布并购了它的一个竞争对手联创科技（花费了现金 6 亿美元并发行了 2.8 亿份股票），这次并购只会掩盖住亚信科技的盈余质量及未来的财务比较。

亚信科技在并购报告期的下一季度的盈余公告中宣布股票下跌了 26%，14 个月内股票成为了个位数，图 2.3 表明了这次下跌。

对于任何曾经向亲朋好友借入和借出财产的人来说，下一个概念就很熟悉了。从公司层面上看，这是潜在的麻烦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

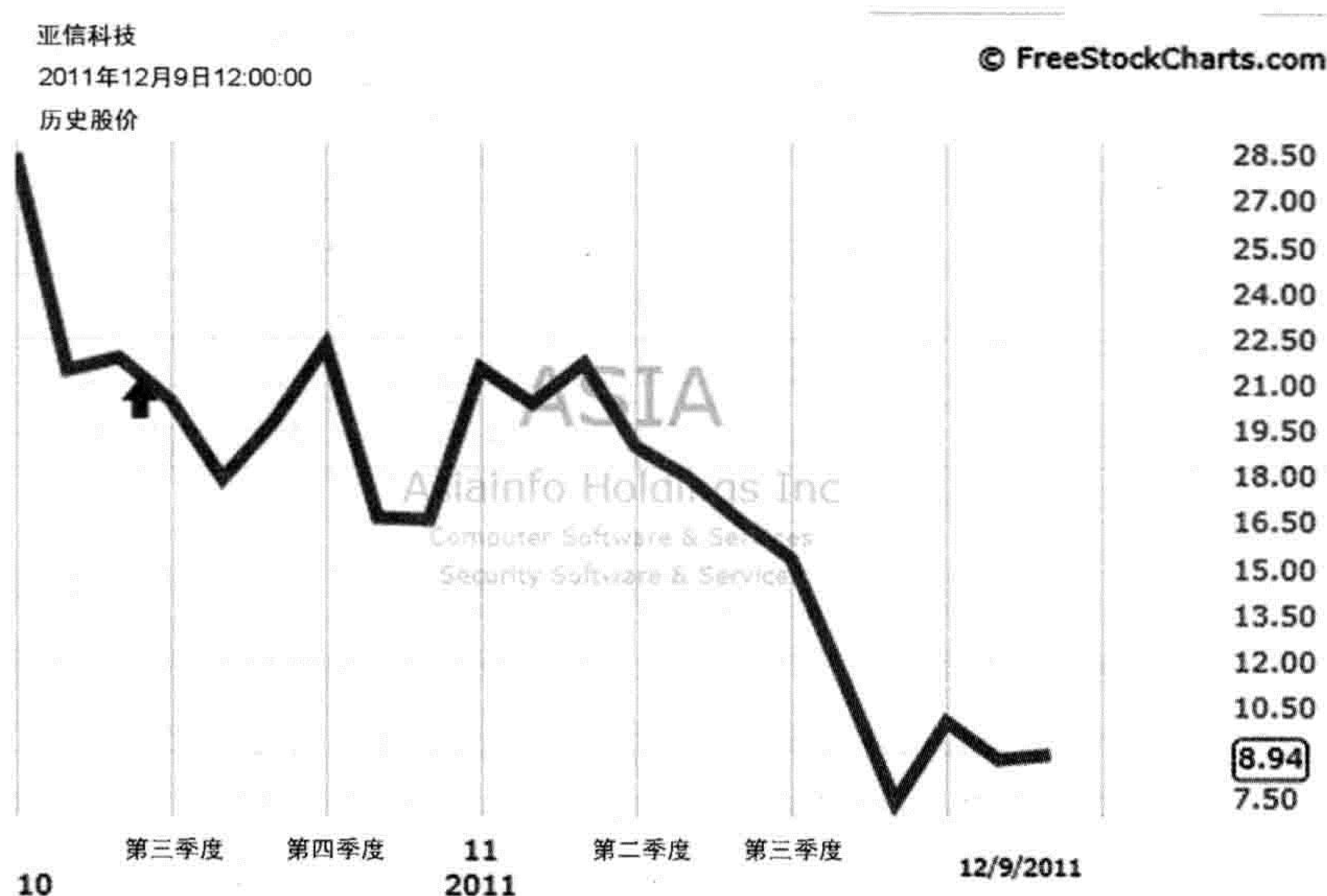


图 2.3 亚信科技股价走势：2010 年 4 月至 2007 年 12 月 9 日

资料来源：www.freestockcharts.com，经过许可

关联方收益

当一家公司从关联实体获得收入增长时，投资者就应该开始警惕了。外部投资者无法确定相关各方在交易中是否是保持了距离，务必对此保持怀疑态度。

财务报表附注披露了关联方收益，除去关联方收益确定公司的收入并将其与前期比较，这才是你需要做的。如果除去关联方收益，收入并不足以吸引人的话，那就是一个令人关注的原因了。有时关联方收益占总收益的大部分，这绝对是出现问题的预兆，UT 斯达康（UTSI）的例子可以说明这个问题。

在 2004 年，UT 斯达康大约有 80%的收入来自中国。他们为了谋取市场和业务的多样化，制定了到 2006 年要从中国外部获取 50%收入的目标，UT 斯达康在印度、越南和拉丁美洲的新兴市场中成功签订的合同显示了它在正确方向上的变化。

然而股东没有办法判断大量的海外收入是如何构成的，当时除了来自于中国的收入，剩余的 20%的海外收入中有 15%来自日本，相当于海外收入的 3/4。绝大部分收入来自 BB Technologies 公司，这是一家由孙正义控股的投资银行（软银）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的子公司，而孙正义正是 1995 年成立的 UT 斯达康公司的董事会主席。虽然仅凭这一点无法质疑 UT 斯达康从 BB Technologies 公司获得的惊人收入是否客观，从 2000 年的零收入增长到 2001 年的 1 390 万美元再到 2002 年的 1.2 亿美元。但是可以肯定的是孙正义的关系网在日本交织的企业领域有很大的价值，即使这些收入的质量出一点问题都会破坏绝大多数 UT 斯达康的海外收入及其在两年内获取 50%海外收入的目标。

当公司在 2004 年制定了市场和业务多样化的收入目标后，UT 斯达康的股票就在$26 上下波动。之后两个月内下跌了 35%至$16.84。两年后，即是它宣称能够达到 50%海外收入目标的那一年，它以$7.5 的价格跌落 71%，这些都是在牛市上涨中发生的。到 2011 年 7 月 14 日，股票已经跌至$1.43。投资者应该对关联方收益产生警觉，避免像这样的巨大损失，即通过做空获利。

另一个例子是在 2005 年，投资者非常乐于梳理 Quest 软件公司报表脚注，寻找是否有可疑的关联方交易的信息。约翰给客户发布了一个报告，警告说财务报表附注披露了主要管理者与董事和股东之间的利益冲突。Quest 软件公司拥有两家子公司，Quest 的主席、CEO 和其他两位董事会成员投资了一项风险投资基金，董事会成员之一作为基金董事，而这只基金持有这两家子公司的优先股。后来公司被收购时，基金合伙人得到了 9 560 万美元现金。然而基金合伙人，同时又是公司的管理者，为了收益会将公司股份在最高价格时卖出。而收购 Quest 的股东利益是以最低的价格买入，这是最明确的冲突。

尽管在管理者、董事会成员和外部实体之间，不同公司通常有各种各样的关系，只不过都不像 Quest 软件公司这样明显，但是这样的关系只能被那些关注报表脚注的人所发现。在这些脚注中管理者通常以关联方为公司带来的利益不是“物质性的”这样的结论来结束这些问题的讨论，管理者不可能把这些值得争论的问题称为“物质性的”，这是值得盈余质量分析师关注的危险信号。

看起来无害的“递延收入”同样可以让管理者找到各种方法使收入从表面上看起来更好，但是从本章的大多数案例来看，这种做法都是不可持续的。

监视递延收入的变动

软件公司这样的一些企业会在为客户提供服务前收取现金，结果就是递延了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的收入直到实现了服务。这意味着它们延迟了收入的确认，监视递延收入项是至关重要的。

递延收入可以是衡量收入上升或下降的指标，尤其是当报告的收入不断增加，而这样的收入可能是不持续的时候。为了符合华尔街对公司季度业绩的预期，面对压力，管理者可能会通过调整递延收入来达到目标。当然递延收入也不是一个永不枯竭的源泉，所以这种做法只是推迟了问题出现的时间，而不能消除必然存在的季度盈余不达标的问题。

举个例子来说，如果收入连续增长了 40 000 万美元，但是递延收入下降了 20 000 万美元，管理者可能加速确认那 20 000 万美元中的一部分或全部来保证增长。当增长没有达到预期时，华尔街会在公司股票上做出处罚。但是公司管理者不能永远依靠对递延收入的确认，当公司没有了新的递延收入能被管理者用于激进的收入确认或没有了新的增长，在下一个季度遭受真正的痛苦只是一个时间的问题。

接下来的可能给公司盈余质量带来麻烦的 6 个因素不能独立地用于判断，但是放在一起就能够进一步确认一家公司是否使用了激进的收入确认并知道它们是否正处于一团糟的局面。

非货币性交易

管理者可以利用非货币性交易来推高报告中的收入，如一家公司可以为客户提供产品和服务并接收股票作为回报，而股票的价值在未来是可能会下跌的。股票也可能是不能立即变现的，因此不管价格高低都很难卖出，这样的交易在在互联网急速发展的时代非常流行。当公司间用价格高估，但不可持续的股票相互支付时收益看起来增长了，公司的股票价格也因此高涨。

约翰 2005 年的报告警示了海伦尔赛公司为了用其商品交换未来的广告权而进行的非货币性交易，10-Q 文件中描述了这样的交易：

> 在 2003 年 2 月 28 日会计年度结束期间我们达成了非货币性交易协议，协议中我们可以用存货换取净账面价值约为 310 万美元的广告权，这些交易的结果就是我们记录了等同于存货净账面价值的商品成本和等同于广告权价值的销售额。2004 年 2 月 29 日会计年度结束期间，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用了大约价值200万美元的广告权；另外，在2004年8月31日到11月30日季度期间，我们达成了额外的非货币性交易协议，其中用存货分别换取了账面价值约为95.2万美元和5.9万美元的额外广告权。而这些交易的结果是我们记录了等同于存货账面价值的商品成本，近似于存货的公允价值，以及上述两笔销售额。

到2004年11月30日为止的3个月之间我们使用了价值36.8万美元的广告权并预期使用剩余广告权的大部分。所有剩余的权利费用都包含在我们合并简明资产负债表的“待摊费用”这一项中，分别以2004年11月30日的174.3万美元和2004年2月29日的110万美元计价。

这些交易对盈余质量有不利的影响，产品的账面价值以卖出的商品成本和销售额同时出现（如上述例子中的存货账面价值既作为海伦尔赛公司的商品成本，又作为其交易对象的销售额分别记录在两家公司的账本上。而这个账面价值是自我评估的，并未体现出真实的市场定价）。我们把非货币性收入看做是低质量盈余，当评估公司产品的真实需求时应该从分析中脱离出来。

就算这里所说的“物物交换”换取了真实的物品价值，公司也无法利用它们支付供应商或雇员。况且广告权只有在广告价值产生时才值真实销售额，并且即使广告价值未来会产生，那些存货当前的真实销售额仍不能确定。而收入及由此而来的盈余也无法确定，因此是低质量的。

开单留置收入

在这样的协议中供应商为客户先开具发票并将交易确认为收入，后面再将产品提供给客户。如果一家公司正在这样做，那么它需要将协议内容填写在证券交易委员会文件中要求的地方。

作为一名初中生的投资者，汤姆遭遇了这样的情况实在是荒谬可笑。情况是当制成品从装配线上完成入库时，这家公司确认了制成品的收入。既没有客户，也没有发票，这种欺诈是股东无法看到的。汤姆向这家公司投资了$100，因为其好朋友的爸爸是这家公司的法律总顾问。20世纪60年代后期IPO蓬勃发展而繁荣，公司宣称自己有住房建设技术的模型，能够解决国家经济适用房的问题。公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司甚至都没有给客户开具票据，而是立即预计了收入，知晓这种情况的唯一途径就是监视其超速增长的收入是否伴随同样快速增长的递延收入。如果只是增长不断增加，那么盈余是有问题的，因为收入是不真实的。最终这家公司不仅破产了，并且还成为哈佛商学院案例研究的经典案例。

一次性收益还是收入的利息收益

一家公司以将相关业务以外的收益也包含在本业务的收入之中。例如，从 20 世纪 90 年代到 21 世纪初期，联合电脑公司将利息收入计入其收入内。尽管在报表脚注中进行了披露，这也许能够逃过其他人的眼睛，但是却逃不过那些最谨慎的观察者，他们会查看总利息收益及营业毛利润。利息收益并不是业务收入，因为联合电脑公司不是银行，所以夸大的销售数额使得损益表中的内容变得可疑。2006 年 11 月，CEO 桑杰•库玛尔因 1999 年夸大销售数额，以及 2000 年其他会计罪行被判入狱 12 年。

销售型租赁增长

一家公司可以把出租出去的产品在未来产生的收益当成销售出去的产品一样一次性确认，即销售型租赁。假设一个复印机公司把某种产品租赁给一个企业，这家公司允许通过贴现未来租赁收入为现值进行预先确认收入的实现，但是这是激进的。如果采用经营性租赁方法，公司需要将租赁的产品按比例地进行收入确认。

销售型租赁本质上没有什么错，但是如果应计收入超过了现金流的增加，销售型租赁的快速增长就可能成为问题。这样的做法都是将未来收益前置，提高了短期业绩，但仅仅是拖延了“算总账”的日子。

收购分销商

当一家公司（买家）收购一家分销商时，便会出现其业务收入被重复计算的问题。买家已经将商品卖给了分销商并确认了收入。而分销商还没卖出的剩余存货，买家可以再次出售。不仅如此，买家还可以零售这些分销商已经以批发价支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付的库存。例如，奢侈品配件制造商蔻驰（coach）公司 2005 年收购了日本分销商剩余的 50%商品，使得蔻驰以比批发价（分销商支付给蔻驰的价格）更高的零售价（日本分销商赚取的）获取了日本销售的利润。

收入确认政策的变动

如果政策变动为更早和更激进的收入确认，那么收入确认政策的变动就应该引起质疑。但是即使政策变得更审慎，管理者同样可以通过重复计算收入来粉饰公司的盈余质量。管理者还会冲销那些在之前收入确认的政策下无法确认和识别的前期收入，换句话说，就是将收入递延并在收入确认政策变动后重新加以确认。投资者应该比较过去几个时期的收入确认政策，注意这些政策文字表达上的变化。

投资者要早早起来，拿好放大镜仔细观察那些由收入政策变化带来的真实收入影响。2003 年 6 月，约翰通知客户拥有无线知识产权的国际数字通信公司已经改变了它的收入确认政策。虽然看似变得更审慎保守了，但是在这种情况下也可能存在更激进的确认收入。

国际数字通信公司通过将自己的专利技术许可授权给那些无线公司来赚钱，这样收益来源是不稳定而又不可预测的。图 2.4 表明授权所得收益在 1999 年下降，2000 年电信泡沫破裂时再次下跌。经历了 2001 年几乎没有什么变化的一年后，收入上涨了 67%。约翰建议对于这样的增长能否持续应持怀疑态度，主要是因为国际数字通信公司转变了自己的收入确认政策，一个据称较为审慎的政策。此时它冲销掉了部分收入，华尔街把这样的冲销行为看做是一次性事件，随后就把它忘记了。当公司后来又以一种新的且据称是更为审慎的政策确认收入时，收入看起来上涨了。毋庸置疑，这引出一个问题。因为新的确认方法是一次性的，显然增长也是不可持续的。

的确，国际数字通信公司结果并不乐观。

21 世纪初，无线通信产业扩展时，像国际数字通信公司和高通公司这样的企业有自己坚信，即能够覆盖其他用于手机的新兴技术专利。投资者期望着高回报的发薪日，他们相信无线电话公司会支付许可费用和版税。

就像其他许多手机制造商应付专利持有者那样，当诺基亚持有一大笔准备金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以防潜在的许可费用债务时，国际数字通信的股东认为自己找到了最终宝藏，然而后来的无线巨头芬兰广播公司改变了向国际数字通信公司支付许可费用的方针。正如图 2.4 显示的那样，后者的股票大幅缩水，箭头处表明了 2003 年 6 月 13 日约翰报告的发布。

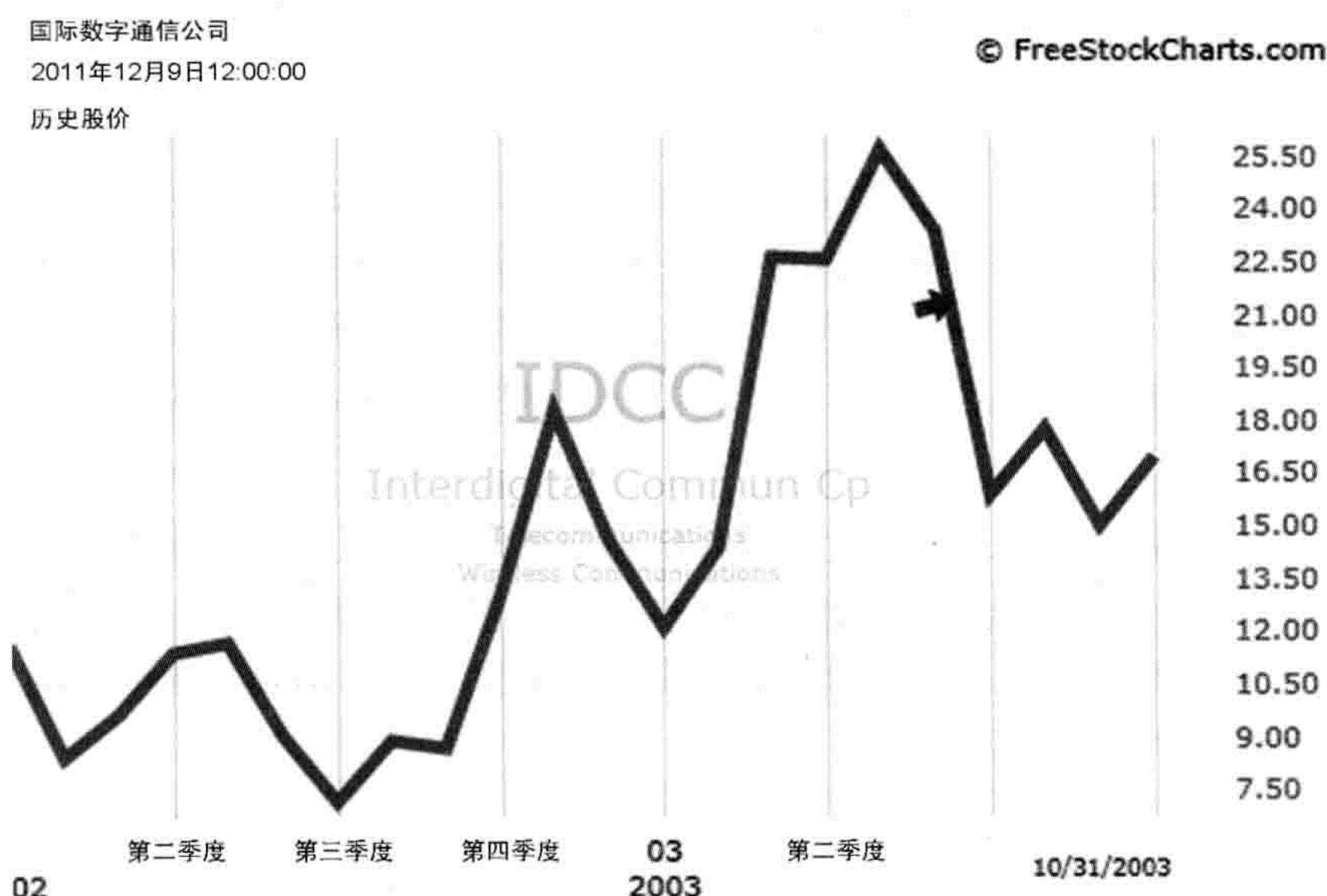


图 2.4　国际数字通信公司股价走势：2002 年至 2003 年 10 月 31 日

资料来源：www.freestockcharts.com，经过许可

10 年后，财务会计准则委员会发布了多方交付合同的收入确认准则。准则给予了像网络基础设施制造商瞻博网络公司这样的企业以机会，并为自身利益修改合同。2011 年 1 月，约翰在全美广播公司财经频道提到，网络设施制造商瞻博“在未来季度中可能会被迫付出代价”。确实是这样，约翰那时这样写道：

“瞻博网络公司从 2010 财年初更新的会计准则中获利，这些准则改变了多方交付合同的收入确认。2010 年 1 月 1 日起，瞻博公司在所有的交易中均采用了这些准则。

瞻博公司销售软件和硬件并为通信行业提供服务，所以合同通常都有多方交付。这些变动不是延迟了合同价值或按比例分配了相关收益，而是允许像瞻博这样的公司破坏合同文本构成内容并能给这些构成内容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赋值，确认一部分像软件这样预付和利润率较高的成分。这给予公司很大空间的自由裁量权决定确认什么内容、什么时候确认及是否将收入前置，这样操作后的收入与以往同期相比将变得毫无意义。

基于这样的政策变动，公司从2010年1月1日便开始高调执行其收入确认，2010年全年一共确认了2.37亿美元的收入。政策变动后的前3个季度内公司确认了1.28亿美元，其中在第1季度中（2010年3月）确认了最少的2.3千万美元。而随着时间的流逝，确认的收入增长也越来越快。2010年第4季度确认的收入是1.09亿美元，比前面任何季度多两倍还要多。

2011年第1季度正好是这次政策变动的一周年，而这次政策变动的结果就是至此公司预计26%的收入增长下降到约为15%，相当低于管理者指导性建议的大约5个百分点（500个基准点）。为了进一步了解对瞻博公司的影响程度，我们来看看其竞争者思科公司，其收入变动低于仅1%。

而后面的每个季度，公司的收益还会同样的远低于预期，可能会按每季度10%的速度下降。

自从瞻博公司进行了收入确认政策的变更之后，3个度量指标显示出了问题，一是每个连续季度递延收入天数（DDR）都下降到2008年以来的最低水平；二是过去12个月的息税折旧及摊销前利润和营运现金流量间的差价从一年前同季度的-400个基准点扩大到300个基准点，说明整个2010年盈余质量已经逐渐恶化。（第5章中解释了如何计算和使用这些度量指标），扩大的差价显示出下降的盈余质量；三是应收账款周转天数同比前两个季度增长给现金流造成了负担。”

瞻博公司于2011年4月大约以$39交易（见图2.5），6天后公司降低了收益的指导标准，这也使其股票运行差于标普指数500。如果投资者的确喜爱这支股票，他们可能不认为一次性的收益指导标准降低有多严重。但是当瞻博公司于7月26日再一次降低其收益标准时，这样的喜爱便结束了。8月4日股票价格为$23，下跌了40%，图2.5表明了这样的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

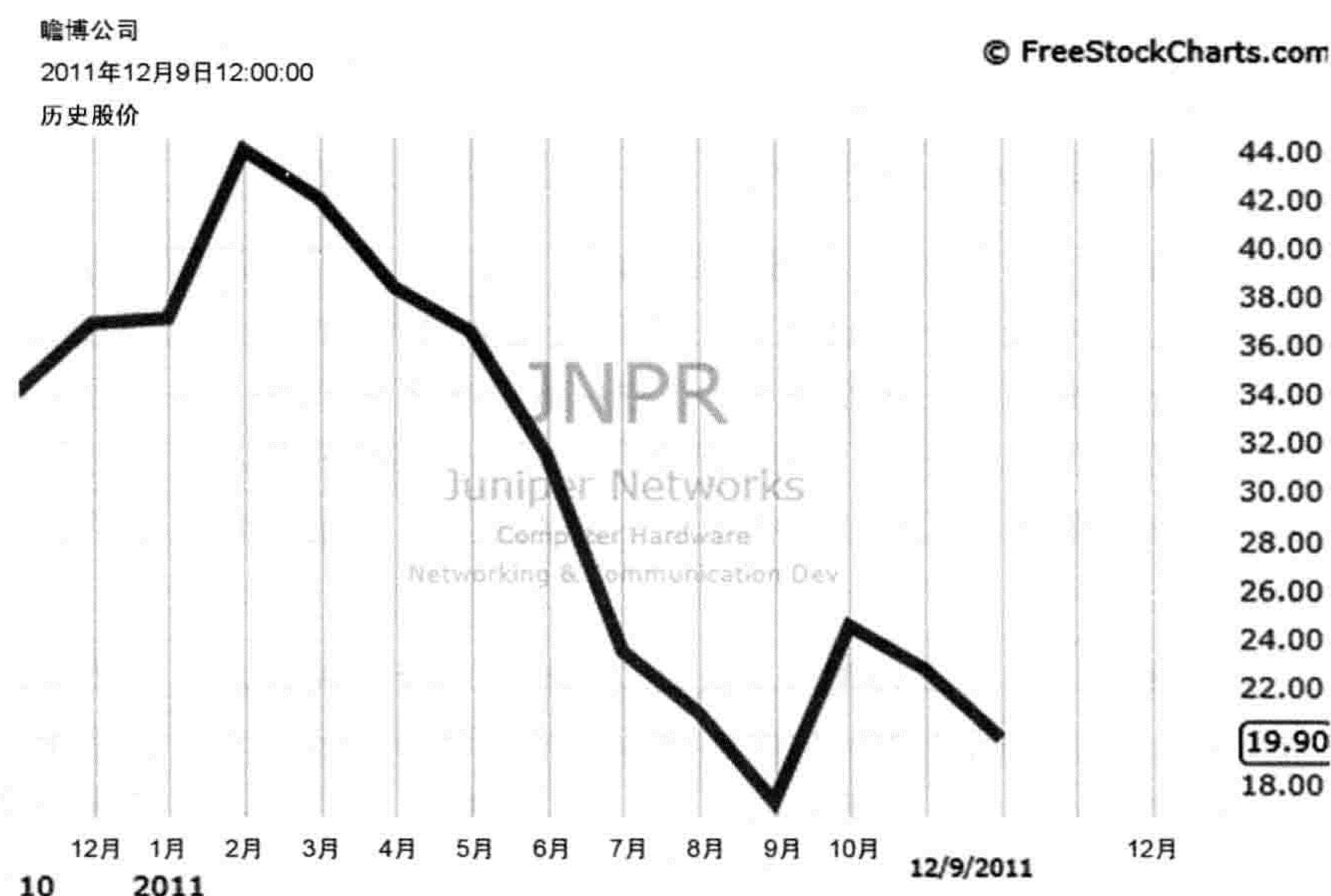


图 2.5 瞻博公司股价走势：2010 年至 2011 年 12 月 9 日

资料来源：www.freestockcharts.com，经过许可

低于报告水平的真实收入增长

约翰在 2005 年警告客户海伦尔赛公司的"一次性事件"也许会掩盖其真实收入增长，由于并购和外汇收益，所以海伦尔赛公司的收入增长比报告的要少。基于报告，2004 年 11 月与去年同期相比收入增长 24.4%，即 40 130 万美元。然而在这些增长中，新产品并购占据了 21.1%，3 490 万美元。因为新的会计方法使"购股兼并"记入了收入，所以增长率被夸大了，而以前年度周期的历史数据却不会反映出并购造成的会计影响。

至于外汇方面，英镑、加拿大元和欧元对美元汇率上升会对报告期收入有正面影响。根据公司 2004 年 11 月季度的 10-Q 文件，相对去年同期，外汇变动将会提供大约 250 万美元额外收入的净影响。尽管这样的汇率变动会带来价值，但由于它不可持续的本质，所以这样的收入是低质量的。

表 2.6 阐释了考虑并购影响和外汇收益后调整的收入情况，反映这些其他因素对公司真实收入的影响，公司曾报告的 24.4%增长率做出的调整后仅仅为 1.8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.6 海伦尔赛公司新产品的并购以及外汇收入夸大了其收入

季度结束	2004 年 11 月	2004 年 2 月	增 长
收入	$205,682	$165,386	24.4%
减去：			
并购带来的收入	$34,857	—	—
外汇收入	$2,461	—	—
调整后的收入结果	$168,364	$165,386	1.8%

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

约翰的报告总结道：

“在我们看来，海伦尔赛公司的盈余质量很低。附加的付款条款带来激进的收入确认，疲软的非货币性交易都造成了一些与收入相关的担忧；此外，公司的现金流表现平庸，自由现金流为负，营运现金流相对于报告期净的收入十分单薄。最后由于当期的并购，财务杠杆持续的增长，然而股权收益率几乎不变。”

图 2.6 中的黑色箭头显示了报告日期的股价，后来海伦尔赛公司下滑了一千点。



图 2.6 瞻博公司股价走势：2010 年至 2011 年 12 月 9 日

资料来源：www.freestockcharts.com，经过许可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总结

在所有公司财务报表显示的危险信号中收入确认是最为重要，也是被研究最少的。激进的收入确认是所有财务问题的中心；次要的就是激进的存货管理，这同样在所有的报表中都存在，为公司提供了许多方法来掩盖真实的盈余质量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

激进的存货管理

积极和消极的存货构成要素差异 / 54
消极差异：卡洛驰和美信集成产品公司 / 55
存货堆积 / 59
后进先出法下的准备金变化 / 60
销售冲销的存货 / 61
存货估计方法的改变 / 63
存货提升 / 63

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继收入确认之后，存货是盈余质量分析的第 2 重要因素。

当一家公司创建产品库存，它便投入了现金。管理者依据判断商业趋势的技能或好或坏地花费美元大钞。而风险就在于库存时间越长，公司现金配置不当和错误判断市场的可能性就越大，就可能会降低存货的账面价值。因此存货通过损益表中的毛利率影响利润率，并显示出市场对公司某种产品的需求。

我们在资产负债表中采用多种方式分析库存，以此让我们对库存可能对公司的影响有更好的认识和理解。与应收账款周转天数类似，我们以周转天数为基础追踪库存，寻找同比变动和环比变动。

存货周转天数=（91.25×存货/季度销售商品成本）

我们再来看看约翰通知客户的有关半导体制造商芯科科技公司的消息，在其标记出问题的季度中存货周转天数（DSI）显著上升。

芯科科技公司的库存水平于 2004 年 6 月季度遭遇问题，相比销售额同比增长的 83%，库存同比增长了 155%。表 3.1 表明了这一问题，即存货周转天数（DSI）同比增长了 14 天，已经达到 55 天，在环比基础上存货周转天数增加了 5 天。

表 3.1 芯科科技公司增长的 DSI

季度结束	2004 年 7 月	2004 年 4 月	2004 年 1 月	2003 年 9 月	2003 年 6 月
存货	$34,655	$28,606	$34,064	$18,572	$13,375
销货成本	$57,544	$51,866	$50,267	$38,061	$30,267
DSI	55	50	62	45	41

*金额单位为百万美元，DSI 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

2004 年 6 月季度电话会议期间，芯科科技公司 CEO 拉斯 • 布伦南对其存货状况进行了正面评价。根据布伦南所说制成品的存货水平实际上是减少的，“同时存货的分销增加了，这和我们计划提升微型控制器（MCU）的销售额相一致，这也增加了支持这项业务的基础设施，以及我们其他混合信号业务的销售额。”尽管有这样的解释，下一位发言者 CEO 丹 • 阿图斯用 1.2 亿美元～1.236 亿美元间的收入，以及$0.36～$0.38 间的每股收益给出了第 3 季度的前景，相对低于华尔街预期的 1.29 亿美元及$0.40。丹 • 阿图斯解释说相对低的季度预期与中国相关的经济问题有一部分原因，但是我们认为中国相关的经济问题具有长期性，而不只是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个季度的问题。

对存货的分析不仅仅局限于资产负债表中报告的存货的金额，一般来说，管理者会采用审慎的收入确认政策。据此操作，直到货物卖给最终用户收入才能得以确认。因此除了资产负债表上的存货金额之外，还有一个重要数据，就是公司记录的分销商的递延收入。尽管递延收入的增加代表了一部分未来收入，并且体现出了谨慎的收入确认。即公司承担退货权并对卖不出的产品承担保护价，收入确认一直递延到产品卖给分销商的最终客户。然而它还代表了在销售渠道中滞留的存货，这些存货尚未卖出并存在风险。在芯科科技案例中，表 3.2 阐明了芯科科技递延收入的变动及调整后的存货周转天数变动。

通过这种方式，即递延收入预示通过潜在的存货风险可以了解到存货状况变得更加糟糕。尽管当分销商将产品卖给最终客户时，这笔收入可以被确认，但是之前它反映的是这些存货仍在渠道内。存货周转天数环比增长了 7 天，同比增长了 19 天。分销商可能会降低从芯科科技公司的采购量，直到需求上升，货物能够被销售出去。或公司为了让货物在整个渠道中流动，不得不削价牺牲毛利润。

表 3.2　芯科科技公司分销商的递延收入增加使得其 DSI 变得更糟

季度结束	2004 年 7 月	2004 年 4 月	2004 年 1 月	2003 年 9 月	2003 年 6 月
分销商的递延收入	$14,582	$11,716	$11,526	$5,389	$5,901
调整后的 DSI	78[环比增加 7 天，同比增加 19 天]	71	83	57	59

*金额单位为百万美元，DSI 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

相对于那些移动电话生产商对公司芯片的需求而言，管理者承认销售渠道中的供应过剩。如果这种情况不能很快好转且移动电话市场的增长持续放缓（我们认为很有可能，尤其是现在的中国市场），那么存货情况会更加恶化。

无疑，投资者意识到了当期季度的存货的增加。问题是这是否只是一个季度中短暂的昙花一现，还是一个重大问题。不幸的是，各类技术研发公司持续高估手机市场的需求。市场研究者对消费者需求往往判断错误，类似芯科科技这样的公司必定会因库存堆积而出现风险，而且是重大和长期的风险。

针对存货增加是暂时出现的，还是缘由可能长期无法避免的问题，我们可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

挖掘更深的信息而加以分析。存货不是一团无差别的东西，如对于一家软饮料公司来说，它可以以食糖、高果糖浆及其他原材料起家。然后把这些原料按照秘密配方混合制成，装罐或装瓶作为成品等待分销。现如今，这个过程中的各个步骤运作于世界各地成千上万台设备中，在不同时间进行加工已经不稀奇了。所以尽管把存货看成一个整体很重要，但是公司在存货生产过程中的所有阶段都展示出了公司的盈余质量，有时也揭露了重要的趋势来警示投资者。

存货构成要素

我们现在在资产负债表中挖掘存货构成要素的一些数据，因为仅仅依靠存货的数据可能不足以识别一些公司的盈余质量问题，这些公司在生产的各个阶段的产品都要记入库存（就像生产过程可被定义阶段的柠檬水公司的常见例子）。一般来说，公司会报告原材料、在制品和制成品，好一点的公司会把它们列在资产负债表中的存货科目中。但是对于有的公司，我们要在财务报表的附注中才找到这些信息。而更不幸的是，一些公司根本不会揭露这些构成要素。

之后我们就可以计算每个构成要素的存货周转天数，并把它与销售增长比较：

原材料周转天数=91.25×（原材料/季度销售商品成本）

在制品周转天数=91.25×（在制品/季度销售商品成本）

制成品周转天数=91.25×（制成品/季度销售商品成本）

在表 3.3 中，我们利用在半导体供应商英特尔公司报表中的脚注找到了这些构成要素的信息，计算每个构成部分的存货周转天数并判断是否处于最佳存货管理的状态。

表 3.3 英特尔公司高效的在制品存货管理使得其 DSI 明显改善：从 2009 年 12 月至 2011 年 10 月（季度）的存货构成要素 DSI

季度结束	2011 年 10 月	2011 年 7 月	2011 年 4 月	2010 年 12 月	2010 年 9 月	2010 年 6 月	2010 年 3 月	2009 年 12 月
原料及所有存货估值（金额单位为百万美元）								
原材料	$614	$546	$585	$471	$380	$407	$464	$437
在制品	$1,494	$1,450	$1,783	$1,887	$1,634	$1,637	$1,473	$1,469

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

季度结束	2011 年 10 月	2011 年 7 月	2011 年 4 月	2010 年 12 月	2010 年 9 月	2010 年 6 月	2010 年 3 月	2009 年 12 月
成品	$1,851	$2,034	$1,731	$1,399	$1,409	$1,301	$1,049	$1,029
总存货	$3,959	$4,030	$4,099	$3,757	$3,423	$3,345	$2,986	$2,935
总存货 DSI								
DSI	69	72	75	85	83	86	72	72
收入	$14,233	$13,023	$12,847	$11,457	$11,102	$10,765	$10,299	$10,569
DSI 环比变化率	(3%)	(5%)	(11%)	2%	4%	20%	1%	(26%)
收入环比变化率	9%	1%	12%	3%	3%	5%	(3%)	13%
存货要素 DSI								
原材料	11	10	11	11	9	11	11	11
在制品	26	26	33	43	39	42	36	36
成品	32	36	32	32	34	34	25	25
存货要素占收入的百分比								
原材料	4%	4%	5%	4%	3%	4%	5%	4%
在制品	10%	11%	14%	16%	15%	15%	14%	14%
成品	13%	16%	13%	12%	13%	12%	10%	10%

资料来源：美国证券交易委员会的文件

从 2009 年的 Q4 到 2010 年的 Q2，英特尔的存货周转天数上升远远超过收入，说明了不良的存货管理。接下来的两个季度，收入和存货周转天数的差别变得不那么显著。从那时起公司开始像原子钟一样运行，存货减少时收入上涨。这样的高效的改变都源自存货管理的过程，存货周转天数从 43 天降至 26 天。我们观察其存货的构成要素可以发现原材料和制成品的存量基本维持原状，因此存货的减少和销售额的上升说明在制品的流动速度加快了。

通过存货构成要素的追踪可以分析英特尔处理存货的灵活性和敏捷性，这两年间在重新恢复芯片平稳销售前也暂时经历了措手不及，即在一个不确定的经济环境下公司难以确定方向。我们要警觉公司库存的构成要素的变化，当其存构成模式的产生了更多重要的差异时，事情可能是好，也可能是坏。这警告投资者要更仔细地观察，以此决定是否存在盈余质量问题。还要赶在其他人之前留个心眼儿，观察即将出现的好事与坏事，接下来我们会更具体地加以解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

积极和消极的存货构成要素差异

正如英特尔公司那样，一家运营良好的公司存货构成相关公司对管理和收入不同的需求。无论是积极还是消极的原因，存货构成可能与其季节性的规律相背离，也可能与其通常相关的商业现状背道而驰。一个接收新订单的公司会建立库存的各个构成要素以满足这些订单，首要的积极信号可能是原材料的增加。紧接着是制品，这是积极的差异；相反，存货各个构成要素也可能会通过不良管理和低迷的需求而骤增，这是消极的差异。

试想，蛇诱捕啮齿类动物作为晚餐时，便是绝佳的消化式存货管理。靠近顶端构成要素骤增，即原材料保证了消化道中在制品和制成品（美味食物）的到来。非常不错，这样做是高效的。即只在需要的时候才进食，而一旦进食便是积极的存货构成要素差异。

现在想想一个身处感恩节之中的人吃了一顿比平常高几倍卡路里的食物，这需要非常长的一段时间来消化（库龄增加）。而且伴随火鸡的催眠色氨酸，很难消化掉许多营养成分，甚至这顿饭的大部分都无法消化（库存浪费，可以称之为“制成品的堆积”），心痛随之而来。

追踪存货构成要素的变化可以让投资者预先注意公司良好或不良的表现，然而很少有投资者监控这些构成要素。即使是否这么做会是他们获取投资收益与蒙受损失之间的差别所在，我们应把这个巧妙而又非常赚钱的概念归功于盈余质量先驱者桑顿·奥特洛夫。在其颇具影响力的《盈余质量》[1]一书中提出积极与消极的存货构成要素差异，我们省去“构成要素”直接称其为“积极或消极的差异”。

从根本上说，当一家公司认为业务前景是良好的就会出现积极的差异。所以其原材料库存会上升，而在制品和制成品可能滞后增长或不以相同的速度增长。除了公司所处行业发生了周期性变化或市场环境出现了转折，很多时候这样的积极差异模式对于识别投资机会都是很管用的，这样公司很可能预见更好的现金流、盈余和股票价格。

投资者要避免相反的情况，即制成品堆积并超过销售额，而原材料和在制品存货却绝对或相对平稳或下降。这就是消极的差异，是潜在存货账面价值降低，不良收益、现金流出现问题和股票价格下降的最佳预测器。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存货构成要素差异相比其他指标，更不容易用于分析检验。因为一些公司按年度提供构成要素，而非按季度，在脚注中提供构成要素而非资产负债表中根本不给出构成要素。集中目光至最初的研究，奥特洛夫在 1987 年强调投资者应该关注“受到快速产品及品位变化影响的行业”，如“时尚潮流、季节性商品和高科技”[2]。这个建议听起来很中肯，但是在其他行业，有专业知识的投资者可以分析存货构成要素。其实不论什么时候你发现公司存货构成要素的消极差异，一定要时刻关注并立即了解其业务内容。

消极差异：卡洛驰和美信集成产品公司

尽管时尚潮流的相关行业必然能够成为一个绝佳猎场，但是任何受制于时尚品味与潮流趋势的公司都会在其估计和真实市场需求稍有偏差的时候并经历库存的膨胀。即使是最优秀的管理者也会在预测由大众口味建立的变化无常的市场时出现问题，更不用说新流行的服饰了。

一个误判零售需求的好例子就是制鞋公司卡洛驰，在市场崩盘之前股票便从 2007 年末到 2008 年骤然跌落，制成品的存货周转天数相对销售已经给出很多警示。表 3.4 表明当制成品飙升时原材料和在制品却非常平稳。

表 3.4 卡洛驰公司存货要素构成的消极差异：从 2007 年 6 月季度至 2008 年 9 月季度*

季度结束	2008 年 9 月	2008 年 6 月	2008 年 3 月	2007 年 12 月	2007 年 9 月	2007 年 6 月
原材料	$20.1	$22.4	$23.8	$20.4	$22.3	N/A
在制品	$0.3	$0.2	$3.3	$3.3	$2.5	N/A
成品	$120.6	$197.6	$238.4	$224.7	$170.5	$118.6[†](total)
DSI	64	136	192	207	177[其中 154 来自于成品存货]	117
收入	$174.2	$222.8	$198.5	$224.8	$256.3	$224.3
DSI 变化率	(53%)	(29%)	(7%)	34%[其中 17%来自于成品存货]	51%[其中 32%来自于成品存货]	—
收入变化率	(22%)	(12%)	(12%)	(12%)	14%	—

*金额单位为百万美元

*卡洛驰公司的文件没有提供 2007 年 6 月季度的存货要素的信息

资料来源：美国证券交易委员会的文件

2007 年第 3 季度～2008 年第 1 季度，制成品对销售收入环比显著的消极差异

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十分明显，存货周转天数相对2007年第2季度～第4季度的收入来说激增。存货周转天数在2008年第1季度仍在上升，而后两个季度内公司在库存上突然猛踩刹车，存货周转天数下降了67%。人们在过去，现在也是都在买鞋子。但是公司错误地估计了需求，在库存上过度投资。这给投资者带来了巨大的痛苦，仓库中堆满了卡洛驰的旧鞋子。

这是提醒你避免股票崩溃的一个信号，在其股价还没有一泻千里的时候迅速止损。而作为空头也可从中获利，顺便说一下做空一只股票并不是一定要捕获完美的时机。空头通常错误地瞄准最高的近期价格，如果错过了那个最高价格，就认为他们“错过了时机”（正如多头会瞄准近期最低价格并后悔失去时机一样）。要记住作为空头，如果一只股票从100降到50，和50降到25、10或5一样。你要的是尽可能地下行，你应当知道，所有情况都会让你有50%的收益。对于卡洛驰来说，在2007年11月14日提交的10-Q中描述到存货周转天数激增出现在2007年的第3季度。在2008年2月29日提交的10-K中描述到第4季度的存货周转天数仍然在增加。空头在这个过程中有很多钱可以赚，不仅是在10-Q的第1次做空，还是根据3个月后10-K中的信息做出同样的操作（见第1章中图1.3）。

卡洛驰公司的案例说明存货构成要素分析能引导投资者在最佳时机卖出而避免损失，指导空头或做空卡洛驰而获取收益，下面还有一个分析同样很微妙的重要案例。

对于那些制造物质产品的“高科技”公司来说，其库存时间越长，公司和其竞争者同质化就越快，折旧的库存要么过时，无法以任何价格出售，要么降低了平均销售价格，很快削减了利润。如果平均利润减少并要保持收入不变，那么销售量就要增加。这种竞争风险非常激烈，以至于一些投资者完全避免所谓的“物质科技”产品公司（他们注意到伯克希尔·哈撒韦公司副主席查理·芒格对投资者的建议，即认为技术进步和市场竞争为人们带来优质的产品和有益于消费者，而非生产者股东的低价格）。

在2005年6月27日，模拟电路制造商美信集成产品公司的报告显示出消极的库存差异，针对这个问题约翰指出这家公司可能存在不良的盈余质量。美信公司购买晶片原材料并制造晶片，在制品包括晶体管（也叫“管芯”）等中间物。制成品是“晶片”，好的晶片可以作为更多产品的一部分或直接运送给消费者使用，从而构成了叫做“晶片仓库”的库存。约翰警示客户原材料的存货周转天数与在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制品和制成品的存货周转天数的增速不相一致。

上涨的库存

我们为美信近期高水平的制造产量而担忧，虽然高产量使毛利率提升，但是也大量地增加了存货水平。实际上它的晶片仓库库存相对于通常的存货水平已经显著提高，并预期在不久的将来还会继续上升。在 2005 年 3 月份的季度，以存货周转天数（DSI）衡量的存货水平增长到过去 8 个季度以来的最高水平。正如表 3.5 阐释的那样，存货周转天数环比增长了 18 天且同比增长了 46 天，3 月份达到 130 天。

表 3.5 美信公司存货要素构成的消极差异：从 2003 年第四季度至 2005 年第三季度*

季度结束	2005 年 3 月	2004 年 12 月	2004 年 9 月	2004 年 6 月	2004 年 3 月	2003 年 12 月	2003 年 9 月	2003 年 6 月
原材料	$16,407	$16,674	$17,025	$14,713	$10,757	$10,027	$10,995	$10,249
在制品（芯片银行）	$96,414	$87,654	$80,025	$73,833	$68,153	$70,137	$72,591	$79,687
成品	$46,642	$42,254	$38,588	$29,239	$24,456	$28,111	$31,503	$31,256
原材料 DSI	[环比持平；同比+4]	13	13	11	9	9	11	11
在制品（芯片银行）DSI	[环比+12；同比+23]	67	61	54	56	62	72	82
成品 DSI	[环比+6；同比+18]	32	29	21	20	25	31	32

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

我们还注意到，2005 年 3 月的季度制成品和晶片仓库增长了 59%，同比增长 31%。而原材料只增长了 12%，这是显然的消极存货差异。我们认为持续制造形成的库存超出了必要的需求，市场需求可能不按预期的那样增长，我们可以预期公司的未来利润会因此下降。

表 3.5 表明制成品存货周转天数环比增加了 6 天，同比增加 18 天。相比之下，原材料存货周转天数环比不变，同比增加 4 天。更进一步，如果只用高晶片库存或是在制品库存计算存货周转天数的增长，则环比增长 12 天，同比增长 23 天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据美信所说，晶片库存的堆积是为了减短交货时间和满足预期增加的需求的必要做法。但是正如表 3.6 披露的那样，美信最直接的竞争对手同样的交货时间都是 6 个星期。但凌特公司将存货周转天数只保持在 53 天，而美信公司存货周转天数为 130 天，因此我们必须指出美信晶片库存扩增是不必要的。事实上，美信的交货时间已经显著缩短，从 6 个月前的 12 个星期缩短至现在的 6 个星期，但是这样的提高预计不会持续下去。管理者认为“6 个星期的交货时间已经算是到顶峰了”，如果交货时间保持至目前的水平，过量的晶片库存也是不当的。

表 3.6 美信公司越来越糟的 DSI，从 2003 年第四季度至 2005 年第三季度*

季度结束	2005 年 3 月	2004 年 12 月	2004 年 9 月	2004 年 6 月	2004 年 3 月	2003 年 12 月	2003 年 9 月	2003 年 6 月
存货	$159	$147	$136	$118	$103	$108	$115	$121
销货成本	$112	$119	$120	$126	$112	$103	$93	$88
DSI	130	112	103	86	84	96	113	125
竞争对手凌特公司的 DSI	53							

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

因为美信认为晶片库存不会过时，所以华尔街分析师并不担心这样的库存增长。在库存上有所损失的是过时（零价值）与全值之间造成的巨大差距，而公司有冲销存货和拉低利润水平的倾向。实际上，存货账面价值在 2004 年降低了 500 万美元，2003 年降低了 10 190 万美元，相对都降低了这两年的利润。那些减值的账面价值包括在制品和制成品库存，这说明过量的晶片库存有过时风险。

我们还认为这些高库存威胁了目前的持续生产，假使这样的折旧接近美信公司销售货物成本的一半，则分摊的成本会非常显著地降低利润。而结果就是我们认为这样的存货构成预示美信不久以后的盈余问题。

表 3.1 表明故事以悲剧收尾。当约翰在 2005 年 6 月 25 日发布报告时，美信股票达到$38.83。6 个月内股票价格下跌 20%至$30 左右，而股票市场是处于上升状态的。在这段时间避免损失是正确的，因为从那以后这只股票再也没有以$30 以上的价格交易过。不仅如此，在 2007 年末当公司报告再次申明其股票以$28.26 于 10 月 2 日重回粉单（PS 市场）时，如果投资者能注意到同样的警告信号，就能够避免更为巨大损失。当股票重返纳斯达克市场一年后，首日收盘价是$13.73。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者应该意识到这些问题，避免损失或从中获利。

分析存货构成要素能够了解正面及负面消息，总的说来，上涨的库存可能不是一定会出现问题的象征，真正重要的是相对于其他指标存货堆积的问题。

存货堆积

投资者应该密切关注相对销售额的存货堆积速度，存货上涨可能是好也是坏，但是分析师很少考虑较低的存货堆积，减少的应付账款同样可以显示出来。这可能意味着现有的存货已经折旧或者新到来的存货已经减少，也许有更多的市场需求从而新的库存更容易卖出。如果现有的库存堆积并且占总库存的绝大比例，那么减价、存货账面价值调低和存货过时都会对利润有极大的影响，尤其对于提供消费型产品的公司（那些以全新包装的即时性产品满足消费者需求的公司）来说影响更为严重。



图 3.1 美信集成产品公司股票价格走势：2004 年至 2011 年 12 月 9 日

资料来源：www.freestockcharts.com，经过许可

存货堆积对于有收购行为的公司来说也是一个重要问题，当一家上市公司收购了另一家上市公司查看目标的存货堆积可以让并购方看出潜在的问题。2006 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11 月，约翰为客户发布报告说发现惠尔丰电子公司的收购对象李普曼电子工程公司有大量存货堆积，因此存在风险。正如表 3.7 所示，报告期前的每个季度同比存货都在剧增。存货周转天数上涨了 81%，从 2005 年 6 月所在季度的 90 天增加到 2006 年 6 月所在季度的 163 天。

表 3.7 李普曼电子工程公司的存货堆积：从 2004 年 9 月季度至 2006 年 6 月季度*

季度结束	2006 年 6 月	2006 年 3 月	2005 年 12 月	2005 年 9 月
销货成本	$35.7	$33.1	$40.8	$29.7
存货	$63.8	$57.4	$53.9	$48.5
DSI	163	158	121	149
季度结束	2006 年 6 月	2006 年 3 月	2005 年 12 月	2005 年 9 月
销货成本	$33.1	$31.1	$39.0	$23.4
存货	$32.6	$32.0	$31.9	$34.1
DSI	90	94	75	133

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

尽管存货不断上涨，李普曼的毛利润率仍相对保持稳定，这便掩盖了其盈利性中潜在的不足。然而利润来自日渐过剩的产量，因此可能开始分摊更多的成本。公司在财务报表脚注中声明公司暂时丢失了定价权，因此库存增加了。然而这并不影响预期的销售，尤其是在一家子公司。而事实上该公司从未实现过这些销售并且尽管销售额让人失望，公司却没有去清算库存，这对未来季度的利润带来了未知的风险。

惠尔丰公司股票在 2006 年 11 月 13 日以$32.15 收盘，如果在此时进入的空头，则需要一定的耐心，即股票在第 2 年上涨。即使公司竭力避免那些必然要发生的事情，也只能坚持这么长时间。2007 年 12 月 3 日，公司宣布会重新发布 2007 年 7 月 31 日以前 9 个月的季度财务报表。当天股票价格下跌 46%，3 天的损失扩大到 58%[3]，可见存货堆积给予警觉的投资者充足的时间卖出股票以获取利润。

后进先出法下的准备金变化

当销售完成且收入记入账簿时，公司必须通过盘点计算销售货物的成本。有 3 种方法，即后进先出法（LIFO）、先进先出法（FIFO）和加权平均单位成本法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（WAC），先进先出法以成本的时间先后顺序为基础；后进先出法则相反；加权平均单位成本法则对一定期间产生的成本进行加权平均。投资者希望公司一直用相同的方法持续处理成本的计算，只有这样成本对比才是有意义的。不管出于什么目的，从一种方法转变到另一种方法都值得担忧。例如，转变引起的评估储备金的变动就是一个可能的问题。

使用后进先出法计算成本时，评估储备金用于先进先出法和后进先出法存货成本差别的会计处理。具体说来，当一家公司在其财务报表中以后进先出法报告时，准备金是为了缩小先进先出法和后进先出法下成本差距的科目，这种做法是允许的。当购进价格下降时（“先进”存货的价格大于“后进”存货的价格），储备金和销售货物成本（COGS）下降。管理者可以通过人为降低购进存货的价格致使当期货物成本下降，并将其作为一种盈余来源来动用储备金，甚至储备金由此转换功能出现在损益表的贷方。实质上，这是100%的收益，所以每股收益的增长是很显著的。毫无明显原因储备金就下降的话，则是一个危险的信号。

如果一家公司转换或降低其后进先出法下的储备金，那么可能引起毛利率不正常的变动。没有合理可信的解释，管理者很可能在暗地里提高每股收益。

在确切理解后进先出的会计计算之后，再考虑库存减值的情况。当出现减值时，一般公认会计准则要求降低存货账面价值为公允市值。如果公司之后出售这些减值存货，那么就可以获得一次跳跃性的毛利润的增长。因为大部分的销售货物成本已经被计入库存费用，所以虽然华尔街的分析师对于库存的减值设置了一项一次性的减损费用，但是他们没有注意到未来利润成为被直接影响的结果。当他们“忘记”据此调整将来的报告时，未来的结果可能看起来会更好，但是这只是一次性的而已。

这是存货的另一面，即当期冲销只是为了将来出售。

销售冲销的存货

这看起来是不可能的，但是一家公司现在的确可以先冲销存货。之后再将其销售，这种方法是管理者可以采取的最激进的存货处理手段之一。当一家公司在一个季度将自己的存货作为过时的产品而冲销，之后又在另一季度销售这些存货，这就人为地夸大了利润。更为激进的是，一家公司可能同时宣布所有财务上的坏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消息，将自己的存货全部冲销，一次性受到大的打击要好过死于一千次凌迟。如果这样的话，当账面价值减低的存货随后被出售时，高估的收益就会更戏剧性地出现，它们却不再“优良”。

这种情况在 2000 年—2002 年股市暴跌的时候经常出现，当许多制造科技产品的公司增加库存时所预期飞涨的需求会持续下去。有时它们会冲销库存，然后售出。例如，2001 年由于被快速变化的科技行业中迅速下降的需求弄得措手不及，网络设备制造商思科公司陷入了困境。然而思科基于对未来销售额的预测，计入超额存货费用达 22.5 亿美元。在互联网络扩建时电信通信网络设备急剧增加，思科公司的存货也从 1999 年 10 月 30 日的 6.55 亿美元急速上升到第 2 年的 20 亿美元，这之后的一个季度更是达到历史最高的 25 亿美元。难怪思科公司一次性冲销了高达 22.5 亿美元的账面价值，采取一次性的举措把它“藏起来”。公司宣称：“超额的存货费用是根据未来超过 12 个月的需求，以每种特定产品的存货水平为基础计算的。基于我们当前对未来 12 个月需求的预测，现在我们并不预期这些超额的存货能够用于预先准备。”这真是让人惊讶！

但是没有花费太长时间，这样的言论便不攻自破。在随后的季度中思科公司出售了一部分这些存货转变了费用并在损益表中成为收益，如表 3.8 所示。

表 3.8 思科公司销售冲销的存货：从 2001 年至 2002 年*

	总 和	2002 年会计年度	2001 年会计年度
最初冲销的存货			($2,249)
销售冲销的存货			
外部销售的存货	32	23	9
内部销售的存货	457	408	49
通过销售协议结算的存货	232	103	129
从冲销的存货中获取的总收益	721	534	187

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

在 2001 财政年度计入的 22.5 亿美元储备金中，实际上有 32%，即 7.21 亿美元之后被售出。公司实际出售 30 200 万美元的存货给外部客户，出售给思科内部获益 4.57 亿美元并用于营运现金流，通过那些可能取消订单的客户结算了 2.32 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过销售、利用和结算逆转这样的储备金来提高收入，仅仅是在前期大幅地减低账面价值，并在未来创建从来没有过的繁荣表象；此外，“利用库存”的多少及内部销售时库存估价的不确定性使得我们对营运现金流、利润或每股收益这些数字很难抱有信心。最佳建议就是避开，甚至不要做空这样的股票。

存货估计方法的改变

一家公司对于存货价值的估算方法可能从平均成本法变为零售价格方法，零售价格法在产品售出时确认减价，而平均成本法在产品制成时衡量减价。

看一下出售上衣的 Teenybopper 有限公司，它在 St. Swithin's day 的上衣订单远远多于公司在那个短期假期中能够出售的数量。这是由于它在展台上挂出降价的标牌，宣称上衣从$15 降价至$10。首选的保守方法就是确认降价的平均成本法，当展台上挂出降价标牌和上衣时降低存货估值。如果上衣出售了，便会把$10 的款项计入收入。激进的举措是零售价格法，即商店挂出降价标牌时并没有任何动作，当上衣以减价后的价格出售而计入收入时才降低存货估值。

从平均成本法到零售价格法的转变延伸于减价与存货实际减值之间的整个时期，平均成本法更加准确。存货在产品被标记减价的时刻开始价值就降低了，上衣不再值$15。实际上，产品的价值可能还会低于$10。因为在零售过程中第 1 次减价通常不会是最后一次，直到 St. Swithin's day 这最后一站，即上衣在折扣直销商城出售（这是汤姆最喜欢的购物地）。

存货提升

存货提升是指当一家公司进行并购时在资产负债表上增加被并购公司的存货价值，当存货售出时，增加的那部分成本被作为特殊的非经常性科目进行损益会计处理。2008 年 3 月的一份试验研究报告表明，多样化消费产品公司嘉顿集团存在这些问题：

> “我们质疑过去两年来嘉顿公司公布的毛利润增长的质量，假定公司在存货价值的计算上排除其制造商的利润，即直接根据收购的库存进行公允价值调整。当一家公司进行并购时，会以公允价值计入并购的资产，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括存货，这可能会高于其实际的账面价值。如果那些存货的价值被提升，那么当它们被售出时存货的库存费用就要在成交的时点上调整，未来的销售成本应该因此被提高。然而在过去12个月中的9个月，嘉顿公司都没有进行上述调整。该公司并没有计算由于存货提升而增加的销售成本部分，从而提高了毛利润。嘉顿公司声明其毛利润在12月和9月所在季度中同比增长220个基准点，在6月和3月季度中分别同比增长350和100个基准点（见表3.9）。由于嘉顿公司在近期调整的费用愈见频繁，并且数额越来越大（见表3.10），因此我们担心其毛利润可能并没有报告中提高得那么多[4]。”

表 3.9　嘉顿公司毛利润的“增长”：从2006年3月季度至2007年12月季度

季度结束	2007年12月	2006年12月	2007年9月	2006年9月	2007年6月	2006年6月	2007年3月	2006年3月
毛利润	27.3%	25.1%	28.2%	26.0%	27.6%	24.1%	24.5%	23.5%
同比增长（基准点）	220		220		350		100	

表 3.10　嘉顿公司为了提高毛利润对销货成本的季度调整*

年　度	季　度			
	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
2007	$50.5	$45.3	$27.1	None
2006	$6.5	$3.9	None	0.3+
2005	$4.3+	$4.2	None	16.4

*金额单位为百万美元

+包括嘉顿公司在2006年第一季度30万美元的存货冲销以及2005年第四季度250万美元的存货冲销

资料来源：美国证券交易委员会的文件

这些调整说明嘉顿公司在2007年提高的毛利润是不可持续的，所以其股票在2008年很艰难。股票从2008年3月1日～9日间下跌了60%，2009年跌到底，比标普指数500的下跌还多出了12%。

总结

存货管理并不容易，所以当一家公司能够很好地了解客户需求、市场的季节

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性及产品的风险，则显示高盈余质量。当管理者出错时，存货分析可以表明潜在的问题。但是当它们不仅仅只是“出错”，如隐藏恶化的经营状况及其不良的盈余质量时，本章介绍的方法可以帮助你避免这颗定时炸弹。

激进的收入确认和存货管理是不良盈余质量的首要两个衡量指标，但是其他因素的重要性与其相比也不相上下，现在我们转向判断公司不可持续的盈余增长的其他方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章

更多不可持续增长的盈余

会计变更 / 67

资产 / 68

负债 / 76

股东权益：账面价值和有形资产账面价值 / 82

损益表的特殊科目 / 85

国外税率及海外所得利润（海外盈利）/ 91

结合资产负债表和损益表的关键问题：阿卡迈科技公司案例 / 94

结论 / 100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入确认和存货管理都是判断不良盈余质量的关键指标，然而资产负债表和损益表还为管理者的操控行为提供了更多的空间。本章结合资产负债表和损益表，并根据资产负债表中的资产、负债和所有者（股东）权益为线索，描述了投资者需要关心的方面。知道所有因素之间的基本关系是非常重要的，即资产=负债+股东权益。通过对这三者的理解，你将会发现更多可以用来分析的列表科目，以更好地评估收入是否被高估、费用是否被低估或现金流是否是不可持续的。

要留意报表中的每一个科目，因为我们的指导准则通常都是来自财务会计准则委员会的规章制度和公告。而其他准则很少有白纸黑字的，这给管理者留下了一定的灵活性。考虑在会计处理方法上选择的重要性，就要先查看会计变更。管理者可以隐藏在后面操控盈余质量，即使是合法、符合要求和站得住脚的变更也可能使得不良盈余质量看起来更好。将当期与其他时期对比来观察公司的趋势，你会发现被伪装的盈余将变得难以实现，会计准则、评估和报告实体的变更应该引起我们的密切关注。

会计变更

会计处理方法变更基本上总会有相当大的变动，就像从苹果间的对比到苹果与奇异果之间的对比，模糊了真实情况与盈余质量。3 种变更是最主要的，即会计准则、会计估计与会计报告实体的变更。

会计准则变更

非操控性的会计准则变更是由像财务会计准则委员会那样的设置标准的组织公布的，公司重申之前年份符合变更。不论是多么良性的，这些“重申”都是可怕的或者变更带来的影响会在当期财务报表中累积体现出来，两种担忧都吓跑了投资者。对于后者来说，投资者必须查阅报表批注来发现当年变更的影响。

准则的频繁变更包括存货方法的变更（后进先出法或先进先出法）、退休基金资产计价变更、折旧的类型和百分比法或全部完工法。表面上看这些也许毫无异议，但是一家公司不会随意改变自行决定的方法，方法的变更必须是在某种程度上比之前的处理方法要更好才行。当然也并非总是如此，“更好”几乎不是一种白纸黑字的准则。如果一家公司想要改变准则来达到指定的结果，它就会这样做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当一家公司选择一种新方法时，投资者必须要警惕。这可能不是为了使用最好的方法，而是为了通过使业绩对比变得更困难来掩盖不良的经营或盈余。

会计估计变更

财务报表中俯拾皆是管理者的估计之处，那些概算就是给他们操控的机会。例如，如果管理者延长折旧与摊销（D&A）期限，就降低了营业费用并提高了每股盈余（EPS）。2005 年，惠尔丰控股公司从 1.4%到 0.8%降低了 43%的待摊费用，人为地提升了每股盈余。延长折旧期限可以短期提升每股盈余，长期来看却损害了每股盈余。因为尽管每年数额很小，所以折旧会持续更长时间。在会计变更之后，公司仍在随后几年分摊折旧费用，而这几年本不属于折旧期限，由此产生的每股盈余的变动预示管理者可能为了达到近期华尔街预期而做出了动作。

以占固定资产百分比为首要指标追踪折旧与摊销，如果占比下降，公司可能会延长折旧与摊销期限。然后进一步核算管理者估算的担保义务、应收账款回收、收益、税收损失结转，以及一辆车或一架飞机的使用寿命等方面，投资者必须从脚注中找出估算的变动。

报告实体变更

在并购中报告实体会变更，这为管理者提供了把所有费用交付给过去的途径，使得公司新的首期报告看起来更好。收购要更难些，因为报告实体没有改变，但是可能使得业绩比较更无意义。

因为并购得到优质的盈余也不是不可能的，但是通常最好还是避开这些股票。

在本章中你将看到会计变更的这 3 个方面以不同方式出现。

资产

我们从资产负债表应收账款和坏账准备这两个主要的盈余质量指标开始，之后转向商誉、无形资产和其他资产，每一项都可以让你发现激进的会计方法与公司已经开始恶化的基本因素。

报告的应收账款有两个组成部分，你会看到“应收账款，坏账准备金净值”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供了另一个在应收账款数据上弄虚作假的机会；“可能的坏账”不是最准确的，这种补贴也产生了自身一系列可能的问题。

坏账准备金

首先一家公司报告应收账款的“坏账准备金”是件好事，因为有时即使是最好的公司也可能有赖账或不良客户存在。但是判断客户多大程度上会付款有特别的余地，所以这也是发现盈余操控的另一个机会。操控这项补贴会影响应收账款，并贯穿整个财务报表。在报告盈余时，这可能会成为管理者找出公司为取悦华尔街所需的密钥之处，保证其股价免于麻烦。

降低坏账准备金可能会成为收入的一个不可持续来源，正在进行的业务不可能没有坏账，降低这项准备金会成为未来盈余质量的危险信号。

找出管理者在何处操控了准备金很复杂，不是所有的公司都按季度披露准备金，这使得追踪起来很难。一些公司按年度披露准备金，但是这对投资者要识别趋势来说太晚。但是季度信息是很有用的，将季度准备金与应收账款总额的百分比相对比并将准备金加回应收账款部分计算两个数额间的百分比关系：

坏账准备金/（坏账准备金+应收账款净额）

如果坏账准备金的百分比相对于应收账款总额明显下降，则可能预示人为增加收入，从而盈余也跟着增加。公司可能没有记录足够的坏账费用来维持之前的准备金水平，而结果是更低的费用带来更高的营运毛利和净收益。

我们希望的是准备金跟随应收账款总额，一前一后上涨和下降，表明客户信用质量与收入增长一致。仅仅是准备金单方面的下降（把准备金当做饼干罐一样使用）与增长（客户信用质量变差）都值得怀疑，可能指向不良盈余质量与恶化的业务。

2004年9月，约翰建议客户芯科科技有限公司与新思国际公司的坏账准备金是每股盈余操控的一个可能来源：

> “在6月季度期间，芯科科技公司未能像前一年一样增加其坏账准备金。考虑由于后置收入期限而引起的季度应收账款周转天数增加，我们认为公司的应收账款风险只增不减。如果与应收账款增长相比，公司维持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了准备金比率，那么报告的每股盈余就应该再少$0.01。”

表 4.1 表明，尽管在 2004 年第 2 季度中应收账款同比增长 100%，从 3.3 亿美元增加到 6.9 亿美元，但是准备金却下降了，从应收账款的 2.8%下降至 1.9%。即便理由充分，我们仍然高度怀疑应收账款加倍。例如，收入增加是显著高质量的，以准备金下降 33%为代价，公司以这种方式提高盈余是行不通的。

当公司曲解数据以勉强维持每股盈余时，为了取悦华尔街而进行操控的行为就已经不言自明了。

表 4.1 芯科科技有限公司可疑的坏账准备金科目：从 2003 年 6 月季度至 2004 年 6 月季度*

季度结束	2004 年 7 月	2004 年 4 月	2004 年 1 月	2003 年 9 月	2003 年 6 月
应收账款	$69	$57	$49	$50	$33
坏账准备金	$1.3	$1.3	$1.1	$0.9	$0.9
坏账准备金占应收账款的百分比	1.9%	2.3%	2.2%	1.8%	2.5%

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

约翰又转向新思国际公司：

“类似地，在 2004 年相对应收账款总额，新思国际公司也有通过降低季度坏账准备金水平获得的盈余增长。我们认为应收账款的大量上涨增加了回收账款的风险，公司应该同时增加准备金水平。在 9 月份的季度中准备金仅为应收账款总额的 0.6%，去年同期为 1%，下降了 40%。我们也认为准备金的绝对水平也很低。表 4.2 显示应收账款在过去 6 个季度中已经增加超过两倍，而准备金却未动。”

表 4.2 新思国际公司可疑的坏账准备金科目：从 2003 年 6 月季度至 2004 年 9 月季度*

季度结束	2004 年 9 月	2004 年 6 月	2004 年 3 月	2003 年 12 月	2003 年 9 月	2003 年 6 月
应收账款	$29.6	$22.0	$18.9	$17.8	$16.1	$13.3
准备金	$164	$130	$130	$130	$160	$160
准备金所占百分比	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	1.0%	1.2%

*金额单位为百万美元

约翰 2005 年 6 月的报告警告客户，美信集成产品公司应收账款增加，而坏账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准备金减少：

"尽管应收账款增加，公司降低了自身的坏账准备金，这样可以获得报告盈余的增加。表 4.3 表明 2004 年公司坏账准备金占应收账款总额百分比下降至 2.4%，而年前同期为 3.9%。

应收账款总额暴涨了 53%，而准备金下跌了 38%，即从 3.9%到 2.4%。由于对于国际客户，应收账款的特定百分比代表了延期付款条款。美信的业务就是这样增加，因此，我们应该看到准备金的增加而不是下降。我们注意到公司以年度为基准报告坏账准备金，假设在准备金占应收账款总额百分比在最近几个季度没有变动，那么 2004 年的报告每股盈余就会比 2003 年显著变少。"

表 4.3 美信集成产品公司可疑的坏账准备金科目：6 月季度同比，2002 年，2003 年，2004 年*

季度结束	2004 年 6 月	2003 年 6 月	2002 年 6 月
坏账准备金	$4,920	$5,118	$3,196
应收账款净额	$197,508	$126,760	$129,812
总应收账款	$202,078	$131,878	$132,988
坏账准备金占应收账款的百分比	2.4%	3.9%	2.4%

*金额单位为百万美元

企业只是看不到自己客户支付风险增加的速度要快于新的应收账款增加的速度，降低的坏账准备金是一个鲜明的危险信号，问题马上就要来了。在美信公司 2005 年财务年度以 6 月结束的 10-K 文件中，2004 年的准备金为 1 340 万美元，而不是 490 万美元；2005 年的坏账准备金为 1 400 万美元，而应收账款从 1.97 亿美元减少到 1.92 亿美元，美信公司向未来借入收入。第 3 章的图 3.1 显示出这给股票带来的灾难。

分析应收账款和坏账准备金披露了公司是否在损益表的收益上做了手脚，以及是否偷偷掩盖公司业务的恶化情况。进一步分析资产负债表上的资产下面的科目，我们会发现更多有关商誉和无形资产的可疑警告。

商誉和无形资产

管理者可以操控商誉和无形资产这样的科目来虚增资产，如果商誉和无形资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产占总资产比例足够大就可以意味着由于收购，所以资产被高估了。如果没有收购行为而商誉变动，则意味着公司调整了购买价格的配置。2011 年，一只备受关注的股票的走势阐述了这个问题。

客户关系管理软件供应商 salesforce.com 在 2010 年收购了 3 家上市公司和 3 家非上市公司，花费 4.03 亿美元。公司几乎倾其所有来获取这些先进技术，以及商誉和无形资产，分别为 25%和 75%，公司对这些项目的估值是否合理我们无从而知。在 2011 年财政年度，商誉和无形资产占了总资产的 17%；此外，该公司还花费了 2.77 亿美元在旧金山使命湾为公司世界总部购买了房产，这笔费用是 2011 年财政年度—2011 年总资产的全部增长额。这已经足够糟糕，很少有人会认为 2010 年度的旧金山房产是按其真实价值定价的。这就意味着这个投资决策是基于价值定价以外的一些主观期望的，即主观认为这笔投资能够带来良好收益（糟糕的是，购买了大厦之后报告显示成本已经失控地上升，由此管理者取消了校园计划[1]）。话说回来，之前分配给商誉、无形资产和资本化软件的投资决策给管理者带来操控资产价值的巨大空间。

如果当时 salesforce.com 快速增长，或许下面的一切都不会发生。但是它的增长率只是一般，而不是很好；同时其息税折旧摊销前利润、息税前利润、净收益和净现金流在本书撰写前的季度里大幅下降。这使得公司左右为难，陷入困境。由于硅谷的高科技公司在股票期权上付出很大成本，但又十分流行（如“其他人都是这样做的，所以我们也不得不这样做。”），这就让管理者尽其所能使未来前景更好并保持其高股价，这个时候方方面面就有了压力（“谁真的注意到了期权附注的内容及其他潜在的稀释效应？”），而结局往往都是不美好的。

在收购尚未完成的时期提高商誉

一家公司在完成对另一家公司的收购之前，如果人为提高其商誉，那么这很有可能是在损益表中设计了一次不可持续的增长。

首先我们看看有可能降低商誉价值而提升收益的例子。当一家公司进行一项收购时，由于被收购方带来的资产与负债，允许收购公司在 12 个月之中调整其购买价格，因此管理者可以人为地将资产的账面价值向下调整或者相反地将负债的账面价值向上调整，以降低本次收购的资产净值或是商誉的净值。如果这些购买价格的调整在收购之后一年的年底之前完成，那么调整的部分就不需要以费用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形式计入调整时期的损益表。由于一年之内并购的费用被重新调整，而下调的费用没有计入损益表，因此在调整的期间就人为地增加了收入。

进一步我们来讨论再收购尚未完成的时期提高商誉会带来什么，这样做会影响未来时期的收益，投资者在这些调整上的疏忽使得管理者有了一个操控的绝佳机会。如果一家公司通过降低某项资产的账面价值，并提升商誉的价值来重新分配购买价格，则构建了一个未来收益。如果公司之后超过其账面价值卖出这项资产，则在损益表中实现了这样的收益。

好处并不仅限于这些收益，如果这项被人为减值的资产是一项应计折旧资产，那么相关的折旧费用将同样会减少，从而增加收益。要牢记，根据会计准则商誉不再是可摊销的，因此营运费用立即减少了。商誉受减值测试的影响，但是评估一家公司商誉价值的过程很隐蔽并更多地基于期望，使得公司可以延迟多年才确认减值损失。

Goodrich Corp 在 2004 年操控商誉的案例就是一个好例子，当时约翰的原公司 Behind the Numbers 告知客户要对这家公司引起注意：

> 根据 Goodrich 2003 年 2 季度的 10-Q 文件所述，一次购买价格的调整使商誉提高了 4 340 万美元。这个调整很容易在资产负债表上漏看，因为 Goodrich 将其航空电子设备业务出售，使得商誉又降低了 4 630 万美元。根据文件，“由于完成企业合并增加了 4 340 万美元商誉增长，因此修正购买价格后中对收购 Aeronautical Systems 的调整带来了 4 240 万美元，而对收益外购协议的调整带来了 100 万美元。”公司在 10-K 文件中确实提到基于 2002 年 10 月 1 日到 2003 年 5 月 31 日净资产变动及雇员福利计划资助的现状，购买价格需要潜在的上调或下调修正，然而这是相当大的调整。为了合乎情理地将这样大的增长添加进商誉，公司在收购期间计入了 5 亿美元的商誉。即使如此，这次调整后的增长也几乎是商誉余额的 10%。
>
> 此外，在第 1 季度中公司记录了 1 840 万美元的非现金增长至重组储备，再一次不会计入损益表，而仅是上调了整合收购的预期成本。
>
> 从购买价格调整中，商誉的实质性增长需要详细审查。这意味着或许资产被账面减值或者收购相关负债增加，前者会导致资产将会过后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出售而人为地提高收入；后者正常营业费用会被记入收购负债而从不会被计入损益表。不论哪种情况，收益都可能被人为地抬高。

Goodrich 公司的商誉操控表明了另一种管理者可以抬高收益的方法，但这种方法是无法持续的。将目光从资产负债表的商誉和无形资产科目下移到其他流动资产中，资本化为管理者提供了另一个操控数据的机会。

其他流动资产：资本化

公司可以令当前情况变得更乐观的另一种方法就是资本化资产，当用“其他流动资产”除以收入增加额时，就可以构成一个指标监控公司是否将一项费用看做是一项资产而高估了收益。因此相对于收益，你应该追踪这个指标数据。即其他流动资产除以收入增加额，像你追踪应收账款周转天数一样。当这个数据上升时，可能意味着公司正在使用资本化费用的做法，即把费用当做据称是可以在未来收入中支付的资产。这样把费用当做了资产，用相对不确定的未来高估了当前的收益，当资产可能无法获取补偿收益时便会出现问题。

马尔福德和科米斯基提出如下 4 种分析方法来发现激进的资本化[2]。

（1）对公司资本化政策的回顾。

（2）对资本化成本反映内容的谨慎考虑。

（3）检查后决定公司是否在其过去的资本化政策中是激进的。

（4）检查隐蔽的资本化成本。

涵盖这 4 点的一个简单方法就是监控用其他流动资产除以收入得到的指标，识别这个指标数值上的增长，并利用证券交易委员会文件的要求进一步审查。

马尔福德和科米斯基提到最稳健的做法是立即收取业务过程中任何涉及研究和开发、专利授权、直接反映营销和其他调研与开发的费用[3]。即使这些项目会在未来产生大量收益，但是直到那时之前都不应该将其记为资产，以显示一个比适当情况下更健康的资产负债表和更多的股东权益。

一旦达到技术可行性，软件公司就可以资本化软件开发成本，但是这样做受到管理者主观判断的很大影响。马尔福德和科米斯基因此提出：“实际上，应该合理地认为管理者可以有选择地提高或降低资本化数额，在过程中提高或降低收益。”[4]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Salesforce.com 再一次成为许多软件公司的模仿的对象[5]。表 4.4 列出了过去 3 年这家公司资产负债表中的资本化的软件成本。

表 4.4 Salesforce.com 公司资本化的软件成本：2009-2011

年　份	2011	2010	2009
其他流动资产：			
资本化的软件成本净值总和	$128.0	$34.8	$30.0
资本化的软件净值	$29.2	$22.7	$17.5
收购的开发技术净值	$98.8	$12.1	$12.5
收入	$1,657	$1,307	$1,079

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

2011 年获得的大部分发达技术来源于 3 次收购，公认会计准则允许这样的操作，并给了公司很大的空间。2011 年，通过对这些发达技术、商誉和无形资产收购价格的再分配给管理者控制资产负债表资产一栏的有效的灵活性。当 salesforce.com 的收益随着毛利率的增加而增加时，这似乎与公司的调整决策更相关。然而 EBITDA 和 EBIT 边际，以及 EPS（每股收益）和杠杆前杆后的净现金流从 2010 年的高水平大幅度下降。

可疑的资本化本身并不是盈余质量分析中的决定性因素，而只是众多因素中的一个。例如，美国在线公司可能已经于 1995 和 1996 年资本化购置费用，以此来显示盈利。但是这之后，公司以过热的速率增长淹没了这项实施对其盈余质量的影响。这一直持续到美国在线并购时代华纳公司，2000 年，公司为这种虚增利润的手段赔付了一份 350 万美元的罚款[6]。之后在线广告市场降到最低点，其股票也随之探底。

然而 Salesforce.com 并不是以过热的速度增长，目前其增长只是不温不火，在最近的季度中公司也在全力以赴地推迟收入增长的下降和股票价格随之下降的那一天的到来。在写本书的时候，并且基于其他盈余质量报告，汤姆已经通过有利的出售而做空了。

因此资本化的频率、资本化的科目，以及这些科目的相关数额告诉投资者这样的资本化是否应引起谨慎的关注。

现在我们暂时放下资产科目，转向资产负债表中的另一栏，即负债，其中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科目也许呈现了它们所想表达的潜在盈余质量问题。

负债

递延收入意味着管理者有一个操控盈余质量的简单的机会，这是一个公司交付的产品或服务之前获得的收入。直到产品或服务交付之前收入都是有风险的，这并不是一项资产。

递延收入

递延收入天数计算如下：

递延收入天数（DDR）=（91.25×递延收入）/季度收入

对应收账款周转天数（DSO）和递延收入天数（DDR）的相对变动（DDR 减去 DSO）跟踪 8～12 个季度，如果发现下降趋势，则表明公司相对其提供给客户的产品创造了更多的前置收入，但是这只是借入了未来的收入而已。

当采取新的会计准则后，Medidata Solutions 公司显示出卓有成效的收入增长。但约翰认为这不会持久，并于 2011 年 9 月开始做空这只股票。Medidata 公司收入同比增长的 1 000 万美元中收益于会计变更的增长占了大约 70%。如果没有会计变更，增长率可能只有 7.5%。这样大量的增长并不是新增加的收入，而只是超前的收入。其递延收入在一次性增长之后便开始趋向于恶化，递延收入同比大幅下降（见表 4.5）。

下降的递延收入表明 Medidata 公司可能通过会计变更预先计入了更多的收入[7]，这是避免风险、出售或者做空一只股票的明显信号。

表 4.5 Medidata Solutions 公司下降的 DDR：从 2010 年 6 月季度至 2011 年 6 月季度*

季度结束	2011 年 6 月	2011 年 3 月	2010 年 12 月	2010 年 9 月	2010 年 6 月
递延收入天数（DDR）	132	189	161	201	217
递延收入	$72.48	$84.47	$83.77	$90.40	$95.78
季度环比	(30%)	17%	(20%)	(7%)	(11%)
年度同比	(24%)	(16%)	(14%)	(13%)	(7%)

*金额单位为百万美元。DDR 的单位为天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到目前为止，这一章已经显示出预测盈余质量问题最有力的科目。接下来的内容预测力可能会低一些，但是当它们与其他问题一同出现时，投资者就应该进一步分析调查。

非现金递延收入

当公司将递延收入登入贷方，将应收账款登入借方时，资产负债表会变得更加不透明。更进一步，如果公司登入的是非现金递延收入，则应该引起投资者的高度怀疑。

其他应计负债的变更

准备金往往集中到一家公司资产负债表的“应计负债”、“其他流动负债”或者“其他负债”账目之中，很难确定这些账目包含的内容。通常联系公司获取信息是徒劳的，因此投资者必须推测是什么推动这些账目在一个季度的基础上进行变更。对损益表来说，这是另一个资产负债表中存在的重要问题。

对于我们所有的重要指标来说，在追踪 8～12 个季度的收入的同时，更应该追踪应计负债（我们会持续关注应计负债并以此代表其他负债和其他流动负债，它们对预警信号的监测都是一样的)。如果公司发生了连续且高于其正常水平的费用，则可能预示公司正在增加储备金。如果负债与收入的比值大幅下降，则意味公司逆转了先前建立的储备金。这样可能会以 100%的利润计入损益表的贷方，提高利润进而高估每股收益。

公司有很多理由维持储备金水平，通常针对或有负债。例如，它们会为了防止客户出现不付款的情况而维持储备金。然而关键问题是公司是否利用储备金来平滑收入，从而造成有问题的盈余质量，通常称其为“糖果罐储备”。因为你可以通过储备之后在需要时从中拿取，一些储备金的预警信息源于资产负债表，但是它们同样也会影响损益表。

资产负债表和损益表都可以用来确认可疑行为，如在正常情况下应计负债额在季度销售额中占了 10%。而在当前季度中却占了销售额的 5%；同时营业利润率无缘无故地涨了 400 个基本点。这就说明储备金就很可能已经被反转了，而净收益被人为地增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保证金减值

降低保证金准备可以提高每股收益，管理者可以随意操控这项储备金。再来看新思国际公司，约翰在2004年的报告中披露了该公司从应计保证金负债减少中获取的盈余增长：

> “在近期季度中我们相信新思国际公司通过减少应计保证负债获得了盈余增长，这个账目对比收入的绝对值和相对值上都降低了。维修金的费用是在收入确认时估计的，这样的费用受故障率和物料消耗的影响；另外，公司为了修正问题而造成的服务费用也会对其估计造成影响。”

如表4.6所示，2004年9月的收入是3 810万美元，应计保修费用仅有59.6万美元，仅占收入的1.6%；相反地，去年同期收入是1 610万美元，而储备金却接近100万美元，占收入的3.0%。我们同时还注意到按绝对价值计算和百分比计算的储备金在过去5个季度中都下降了，季度文件10-Q中提供的进一步细节表明维修索赔与理赔的费用与去年同期相比几乎翻了一番，从2003年9月的28.8万美元增加到53.5万美元。

当公司每个季度潜在的保证金负债都在下降时，投资者会相信收入会按季度持续和稳定地增长吗？这就意味着管理者可能会降低保证金储备来提高每股收益，如果公司保持3.0%的保证金/收入的比率，3季度的每股盈余将会减少0.015美元。

表4.6 新思国际公司收入与保证金负责的对比：从2003年9月季度至2004年9月季度*

季度结束	2004年9月	2004年6月	2004年3月	2003年12月	2003年9月	2003年6月
总收入	$38,091	$35,147	$34,284	$34,274	$16,110	$13,341
保证金负债	$596	$704	$891	$937	$969	$1,002
保证金负债占总收入百分比	1.6%	2.0%	2.6%	2.7%	3.0%	3.6%

*所有金额单位为千美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

从上述的一点一滴中你可能会感到管理者的绝望并看见他们正在为此努力地操控，然而退休金负债的问题却可以击垮许多老资历的公司，它远比这些小动作带来的风险高得多。真正的恐惧可以驱使管理者做出让你放声大笑的行动，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你识别了他们的伎俩，就能避免麻烦或获取利润。

利用养老金计划获取的增长

对于那些具有传统养老金福利计划的公司来说，一个重要的话题就是收益的假定。过去 10 年中，许多公司都为养老金福利计划规定了 8%这样的年利率。这将高出市场的总体收益很多，也高于通胀率调整后的固定投资收益。这意味着养老金计划的金额大幅地增加，即使是收益期望中一个百分点的变动都会带来数以亿计的资金变动。在不景气的时期，给到 8 个百分点的利率只是一个不道德的欺骗而已。

由于退休福利的负担，当然不仅是这个原因，因此像通用这样的公司宣布破产。同样的压力也伤及伊士曼柯达公司，同样也走上了破产之路。二者的股票在很长一段时间内都被看做是寡妇和孤儿的股票，但是它们只是这种局面的创造者，而并不会为这些人们的生活带来支持。在写作本书时，仍存在的西尔斯控股公司同样拥有大量的养老金负债，并且难以满足这些负债。

难怪管理者像施魔法一般在低收益的环境中提高了收益的假定，提高养老金计划的投资收益诱使人们参与计划而降低当期养老金负债；同时还增加了有形资产的账面价值。收益假定起到了作用，公司推迟了发放应有水平的养老金。但实际上这只是抢劫了养老金账户而向未来借债，直到公司再也不能这样做为止。

负债

相比之下，负债更不容易操控，但是公司可以操控使用债务的方式。大多数投资者持有两种观点，一种认为负债永远都是不好的；另一种认为没有负债的公司应该持有负债，因为利息费用的抵扣降低了资金成本。并且可以获取更多回报，提高每股收益和净现金流。也降低了管理者进行资金投资的难度，但负债并不是像这样黑白分明且非此即彼的。

当然负债代表了风险，也可以象征问题的出现。不可持续的负债显而易见地会导致无法维系的公司，公司大多数时候仅仅表明自己不能支付。最好的情况下，“不可持续”可以意味着被一个更强大的公司以贱卖价格收购或是一次资本重组。即通常只会留给普通股东之前的小部分股份，当然再进一步就是破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

详细地识别所有负债条款是一项不能替代的任务，关注这些内容是必要的，其中包括固定或浮动利率、到期日、追索权或无追索权、可转换证券、转换债务为股本的贷款能力、公司还款限制或选择权、偿还能力系数，以及现金流的可靠性。

金融公司、杠杆作用及检查表

虽然现金与负债比率是典型的分析指标，但它是很肤浅的，只是第 1 步骤而已。即使对于观察那些出售非金融产品的公司来说，可能也需要比第 1 步走得更远才行。但是如果要分析依靠杠杆作用提高收益，增加了风险的金融公司负债的复杂性就会让人们都昏昏欲睡。那些需要依靠证券化（如分时供应商、信用卡发行者，以及在不同时期的抵押贷款发行者）来维持企业的人有更高的破产风险。或当其信用自发地下降时，其价值更容易降低到之前的水平上。密切了解你的公司债务，一个投资者在其投资生涯中至少会遇到几次公司出现信用危机。

当谨慎考虑具有负债的公司时，遵循如下指导方针。

（1）避开所有那些业务模式依赖于证券化或不断接近信贷市场的公司，审慎的风险管理者几乎会排除所有这样的金融公司；相反，在信贷周期的不同时期中将其考虑为首选的做空候选对象[8]。

（2）只购买资产负债率高的公司，可以确认的是你可以通过至少一个具有严重下降趋势的商业周期模拟公司的利息偿付率、到期日，以及其他模拟项目，如可转换证券和相关条款，以此观察公司的负债情况是否健康。虽然公司可以在这些时候重新募集资金，但这可能是在艰苦或者没有条件的最糟糕情况下，当然这是事先无法确定或预知的。

（3）谨慎监管债务使用，以此在筹集的资本中确定足够的收益。当管理者通过所有可能的方法滥用现金而损害的价值和收益，已经超过从债务利率中获取的收益时，负债成为管理和盈余问题的质量表现。

（4）用于基金分红及/或股票回购的债务必须通过最严格的检测，而通常检测都是失败的。如果价值认知型管理者发现其股票大幅低于其内在价值和机会成本，回购使用的债务可能就是资本的一种合理使用（使用低息的债务来回购股票和收回支付股票未来股息流的义务可以是一个积极的分配，非常有利于现金流）。但是管理者很少接受过财务培训，无法将资金分配得如此合理和巧妙。一些公司，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通用电气可以在支付股息和回购股票的时候稳步地提高债务，但是很少有人能够这样做下去。当然通用电气公司令人无法想象的财务复杂性只告诉了投资者一件事，即保持距离。

因为有这样一大批渴求收入的投资者作为规则一样选择派息股票，股息的债务需要进一步讨论。

增加负债来维持或提高股利

拥有可靠性股息历史的公司最终吸引了长期的股东，拥有股息增长历史更会将股东锁定得更紧密。因此在支付股息的现金流出现问题时公司的管理者宁可出售其股票，而不是削减股息，更不用说消除股息。然而大批出售股票必然会破坏股票价格，因此一家公司会选择构建负债来支付股息，以此延迟削减派息的日期。

对于有负债的公司来说，股息什么时候是好的或坏的？价值投资者总会设法从股息中机会性地回购和收购股票，将子公司股票卖给母公司的股东，从其他价值创造活动中获取收益。但是更多的投资者把股息视为企业没有好好地利用资金的表现，也就是某种程度来说增长已经结束。要注意如下方面。

（1）股息是由过剩资本支付的，即是经营企业不需要的资本。

（2）管理者从过剩资本中无法找到其他提供更高回报的投资。

（3）负债的增长并不能够支付或维持股息而增长；除非是信用良好的大型企业，包括微软公司才能在实际利率为负的情况下，如 2008 年信贷泡沫之后的低利率环境中运用这样的方法。

最后几乎在所有情况下，股息负债都是无法持续的。股息是维持股东的一种方法，然而到最后再也没有增加，甚至被削减了的股息。更糟的是被取消了的股息，让股东灰心而走掉，正所谓成也萧何败也萧何。正如许多会计操控一样，股息负债只是从未来收益借入资金用于延迟股息被削减或取消的日期。而到了企业无法避免的清算日，渴求股息的投资者便会飞似地逃离。

债务警告

迷失在过去低通货膨胀的几十年一直都是老生常谈的话题，人们认为通货膨胀有利于债务人，而不利于债权人。拥有固定与可控利息的债务对公司是有正面作用的，正如当通货膨胀率加剧时对以 4%的固定抵押贷款率并拥有 30 年房贷的房屋业主来说也是积极的消息，当然另一方面是一个通货紧缩的环境会使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债务更加繁重。如果你在任何时候都知道所处的环境，则可以放手一搏赚取一大笔钱（祝您好运）。从长期来说，纸币是会膨胀的。但是短期来看，什么时候都说不准。

股东权益：账面价值和有形资产账面价值

资产负债表的所有项目都在股东权益中发挥了作用，像汤姆这样的价值型多头投资者并不关注可以收益多少，而是关注会损失多少。一个度量标准就是评估不良资产，或每股的有形资产账面价值（TBV）。

TBV/稀释股数=[股东权益–(商誉+无形资产)]/稀释股数

约翰在 2005 年给客户的关于 Helen of Troy 公司的报告中包括了为什么商誉和无形资产无法给投资者提供保障的提示，他这样写道：

> “资产负债表充斥无形资产，收购通常比管理者所想的不同，比期望创造了更少的股东价值；此外，近年来收购实体支付过多的趋势已经变得明显。对于 Helen of Troy 公司来说，无形资产占 2004 年 11 月总资产的 46.8%，而去年同期为 26.5%。因此有形资产账面价值仅为 110 万美元（重点强调）无形资产的明细包括商誉 2.015 亿美元、商标 1.577 亿美元、授权协议 2 960 万美元，以及其他无形资产 1.74 亿美元。”

我们来关注有形资产，然而尽管同属有形资产，但是在投资世界里一些科目的账面价值要比其他的科目好。例如，当有形资产由大量现金组成时就是良好的；除非在通胀的环境下。这样转化至损益表就一个公式，即等于其收入。当应收账款和/或存货被操控时 TBV 是价值最小的，在这种情况下投资者应该研究二者的走势和属性。它们可以因正当理由提高，如增长的业务或更多的客户。也可以因不正当理由提高，如不良的业务走向、不佳的客户财务实力或市场选择错误，从而显示更高的 TBV；另外，预期过高的年金投资收益和同时被低报的退休金负债也会高估 TBV。因此 TBV 非常有用，但也不能够想当然。

鞋类公司 Skechers 为静态的 TBV 提供了一个绝佳的例子，由于不稳定的应收账款和存货，所以其质量显著不同。公司于 2009 年引进了一条新的生产线，然而客户的需求骤减，存货因此暴涨。表 4.7 表明公司的有形资产账面价值在 4 个季度中都基本持平，尽管其应收账款和存货都有比收入更差的趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.7 Skechers 鞋类公司有形资产账目价值与其运营资本及其他指标走势的对比：从 2009 年 12 月季度至 2011 年 9 月季度*

季度结束	2011 年 9 月	2011 年 6 月	2011 年 3 月	2010 年 12 月	2010 年 9 月	2010 年 6 月	2010 年 3 月	2009 年 12 月
存货	$238	$326	$376	$399	$327	$219	$189	$224
收入	$414	$436	$478	$456	$556	$506	$493	$389
应收账款	$245	$276	$320	$266	$286	$305	$292	$220
毛利润	43%	33%	41%	40%	46%	47%	48%	49%
存货年度同比	(27%)	49%	99%	78%	—	—	—	—
收入年度同比	(26%)	(14%)	(3%)	17%	—	—	—	—
应收账款年度同比	(14%)	(10%)	10%	21%	—	—	—	—
DSO	68	62	55	58	49	54	47	50
DSI	110	110	123	123	83	70	73	96
营运现金流减去资本支出（OCF-Capex）	N/A	$5	($45)	($63)	($29)	($55)	($18)	$21
息税折旧及摊销前利润（EBITDA）	$10	$40	$23	$9	$63	$65	$87	$48
稀释每股收益	$0.17	$0.62	$0.24	$0.07	$0.82	$0.82	$1.15	$0.58
有形资产每股价值	$18.55	$18.62	$19.08	$18.69	$17.81	$17.81	$17.02	$15.82

*存货，收入以及应收账款金额单位为百万美元，DSO，DSI 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

Skechers 公司新的塑身鞋在最初是成功的，鞋子的鞋底是起伏不平和凸起的，之后鞋子的需求便下降了。该公司错估了需求导致存货暴涨，并且应收账款周转天数和存货周转天数出现危险的向上增加的趋势。2010 年 12 月季度开始，与去年同期相比这种效应更加明显。

2009 年 12 月～2010 年 9 月，存货百分比的增加减少了收入的增加。而直到 2011 年 9 月的这一段时期应收账款相比于收入增长更快，而下降更慢。毛利率一直下滑，而最近才部分恢复。每股收益、EBITDA 和净现金流（现金流减去资本支出）暴跌，从而其市盈率等估值指标直线放大。教训和警告是 TBV 在 6 个季度中基本保持不变，因为它没有显示存货的质量不断恶化或应收账款的增加。

尽管这些消极的会计指标相比于其他更重要，但没有一个单独拿出来就是有效的，应把它们当做一个整体来看。多头投资者可以通过理解资产负债表项目和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与多头度量指标间的关系，如 TBV 来真正获取收益。约翰通过做空 Skechers 公司获利（汤姆注意到在本书撰写时，Skechers 公司已经修正了存货问题，为多头投资者带来收益。当管理者成功处理会计和业务问题时，现在的空头可能是未来的多头）。

因此，我们应多角度地去观察公司的 TBV，易虹公司提供了另一个例子。2005 年 10 月，约翰建议客户认为公司的收购策略没有创造价值，TBV 成为一个危险信号。易虹公司收购提高了收入、盈余和营运现金流，TBV 却提高得微乎其微（表 4.7）。在 Skechers 公司，其他问题导致了可疑的 TBV。但是易虹公司却刚好相反，即 TBV 暗示了其他方面的问题。约翰之后这样写道：

“我们质疑易虹公司管理者的收购策略是否给其股东创造了价值，我们的观点基于下面 3 个方面的观察。

（1）虽然公司已经在随后而来的技术问题中扭亏为盈，但这些盈余并未计入资产负债表，而是成为臃肿的无形资产项目。

（2）尽管收购有利于收入与净收益，进而有利于营运现金流，费用却是投资现金流出，反映现金支付的调整造成了净现金流的直线下降。

（3）有的收购是关联方交易的结果，或发生在价格大大高于易虹公司自身估值的时候。”

像大多数技术公司一样，易虹公司在 2000 年～2001 年经历了低迷时期，但是在过去 3 个财务年度中重新盈利产生了 0.82 美元稀释每股收益；与此相反，表 4.8 表明 2002 年～2004 年有形资产账面价值仅仅从每股 1.309 美元增长至每股 1.313 美元。几乎所有的盈余都消失了，这很可能是因为其高额的收购。在一定程度上来说，还可能因为大规模的股票期权计划。

表 4.8　易虹公司有形资产账目价值与其高额收购及股票期权计划的对比

季度结束	2004 年 12 月	2002 年 12 月
资产	$843,351	$591,281
商誉及无形资产	$365,307	$234,833
有形资产	$478,044	$356,448
股东股权资产	$606,912	$477,982
有形资产账目价值	$128,868	$121,534

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

季度结束	2004 年 12 月	2002 年 12 月
股票数额（数额增加表明了股票期权计划的影响）	98,158	92,820
每股有形资产账目价值	$1.313	$1.309

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

因此尽管收购引起了收入、盈余和营运现金流的增加，但是实际上没有给股东创造任何价值，我们担心它们只为易虹公司管理者带来了财富。

有形资产账面价值是一个非常有用的投资工具，如在易虹公司有形资产账面价值显示其他方面的问题，投资者必须分析整个资产负债表才能了解用 TBV 衡量真正的资产价值有多么可靠。

损益表的特殊科目

毛利润

毛利润迷惑了大多数的投资者，随着毛利润边际额的增加或减少，复杂度变得越来越大。不去钻研它们使分析变得更加简单，最重要的是不要以表面价值来衡量总利润或营运利润率。公司可以控制一些成本而控制毛利润，但是无法控制全部成本，因此波动可以以各种方式存在。毛利润时序性的变化会让华尔街被打动或感到沮丧，然而被操控的毛利润在下个季度只能达到相反的效果，这是因为华尔街对公司季度性的检验驱使了管理者一同奉陪到底。

总利润与投入成本

大多数投资者观察毛利率的趋势后就停下了，但其实它的构成要素很重要。管理者可能会控制存货投入成本，他们的处理方法很重要。要记住，毛利率变动是很正常的。我们应该怀疑那些不变的量，并且关心那些不寻常的变动。

“投入”是产品的构成要素，从牛仔裤的棉花到半导体的硅，检测投入成本的问题需要有行业和公司特性的知识。有时当高的投入成本负向影响总利润时，公司会披露，有时却不会进行披露。当价格中的投入部分上涨，公司不能相应地调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高产品价格时，毛利润率就会下降。但是当投入的价格下降而推高了毛利率时，管理者可能会像公鸡那样打鸣似地宣扬而获得好评，尽管价格对毛利率和利润带来的好处是不可持续的。

青少年服装零售商 Aeropostale（美国潮衣公司）就是这样的一个例子，其业务中主要的投入是棉花这种价格波动的商品。这对于主要产品为牛仔裤和 T 恤的服装零售商管理者来说，应该是熟知的。2011 年，服装零售商，包括美国潮衣公司不仅面临消费阻力而进行大减价，还面临棉花价格几乎达到最高点的情况。这是他们最高的产品投入（见图 4.1），因而挤压了总利润的空间。

2011 年 7 月 30 日，美国潮衣公司公布当季直线下降的每股收益与去年同期的 0.46 美元相比仅有 0.04 美元。它指出了产品结构导致高库存量和大减价；同时棉花价格也导致了毛利率的下降和股票大幅下跌。

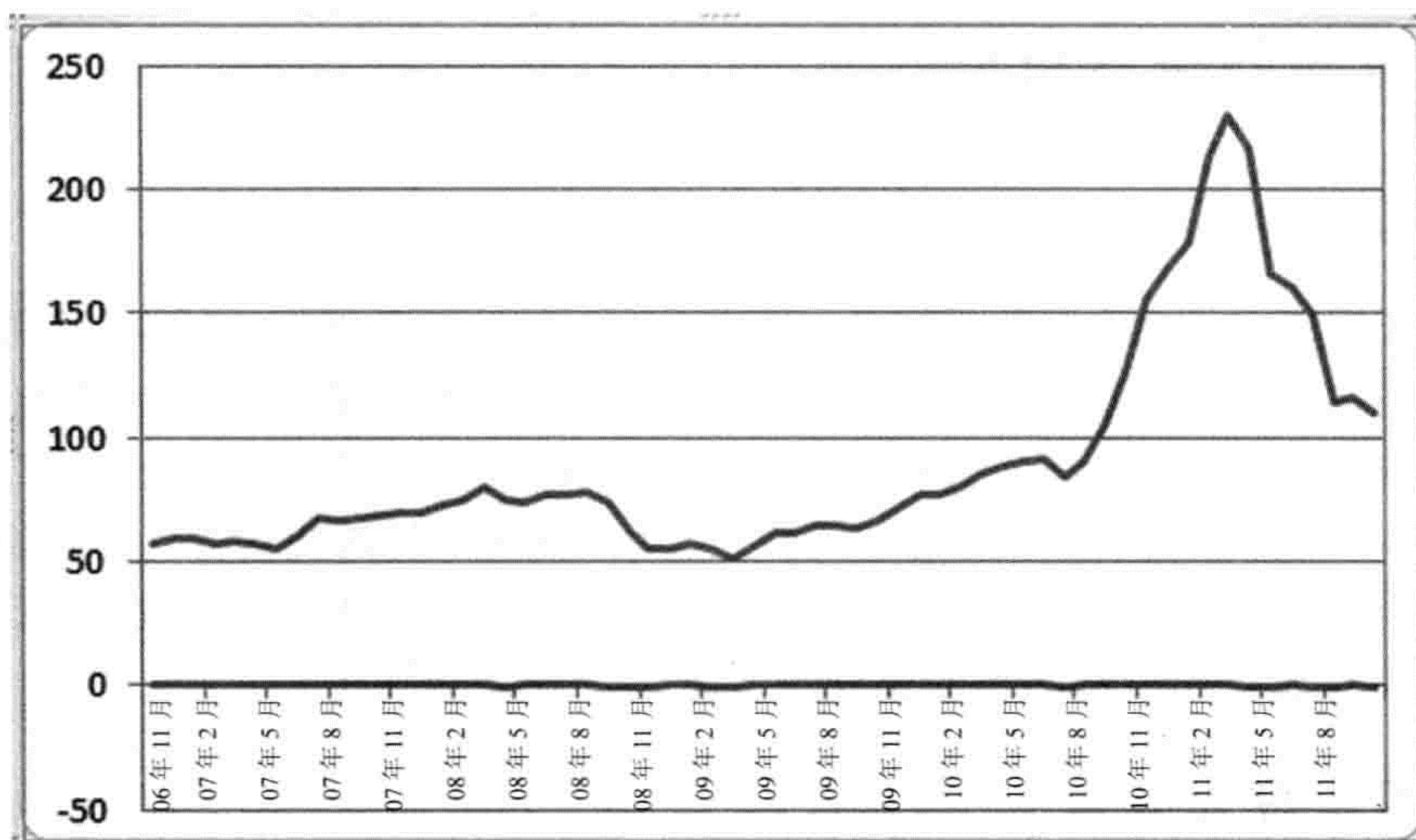


图 4.1 棉花月度价格，单位为美分/磅：2006 年 11 月至 2011 年 9 月

资料来源：www.indexmundi.com，

2011 年 11 月 3 日，公司提供了罕见的前置报告。不是警示，而是本应在月末报告，却在当季提前 3 天公布的利润大致的增长。任何过去的报告都不会如此振奋人心，这次公司给出了估计高于预期 85%～200%的增长。尽管之前的盈余报告和电话会议都强调了棉花价格对利润的影响，而这次公开发布的报告却没有提及；相反却只提到“比季度预期的毛利率要好”。然而一年前同样的销售创造了 0.63

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的每股收益，是 11 月 3 日“更好的毛利率”的两倍还多，但是华尔街只看到了估计中 85%～200%的增长。毛利率或营运利润率或者二者都很有可能较去年同期仍滞后。表 4.9 表明确实是这样。“比预期更好”仍然不够好。

表 4.9 美国潮衣公司相对持平的收入和下降的毛利率及每股收益（EPS）：从 2010 年 7 月季度至 2011 年 10 月季度

季度结束	2011 年 10 月	2011 年 7 月	2011 年 4 月	2011 年 1 月	2010 年 10 月	2010 年 7 月
收入（金额单位为百万美元）	$597	$468	$469	$839	$603	$495
毛利率	27.1%	24.4%	29.1%	52.8%	36.6%	37.3%
稀释的每股收益	$0.30（实际数字）（最初预估的数字为$0.09-$0.15；11 月修订预估为$0.27-$0.28）	$0.04	$0.02	$0.94	$0.63	$0.46

资料来源：美国证券交易委员会的文件

平心而论，公司并没有在这次新闻发布中有编造的成分，CEO 这样说道：“鉴于全行业的成本压力和当前的零售环境，我们仍很谨慎。”这可能意味着利润的增长实际上的确是由于投入成本的改善，而其产品的市场定价却存在风险。我们需要注意的是报告公布宣称提高的毛利率是为了掩盖它未能同比及环比提高毛利率的标准水平。为什么管理者会发布毫无警告的盈余报告？这样提前公布的报告表明了管理者公然试图控制股价。

这确实有效。股价增长了 19%。那些像汤姆推荐的那样购买其股票的投资者（见图 4.2 中的箭头）从这种上涨中获益，但是潮衣公司未来的营运能力仍然是不清晰的，总利润的增长仍有很大可能性会滞后。归根结底，销售仍环比下降了很少的大约 2%，同比下降了 9%，每股收益少于同比的一半。因此没有迹象显示有改善的趋势，利润率和利润仍然有风险。然而当实际结果在月底公布时稀释的每股收益为 0.30 美元，大大高于先前的估计。并比先前估计的 11 月收益报告高了 2 个～3 个基点，股票保持稳定。

可以认为潮衣公司无法预测棉花价格的大幅上涨，但是我们并不买账。该公司应该知道自己在做什么业务，牛仔裤和 T 恤是由棉花制成的。尽管棉花价格波动 2010 年～2011 年初期出现最高值的这段时间表现得尤为突出，但公司本可以对冲却没有这样做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里重点是要了解你所在的行业和所销售产品的成本投入，这样就可以观察到市场定价。大多数商品价格很容易找到，注意管理者是否充分披露投入成本对毛利率的影响及高管是否使用隐藏成本信息的方法来鼓吹收入和毛利率的增长。作为盈余质量的来源，销售产品投入成本的价格变动不是可持续的，但是消费者需求的大幅增加和销量的提高可能弥补这一问题。从上面的例子可以知道通过投入成本能够提前了解潮衣公司的盈余能力，而每个投资者都必须由此对其股票估值，以寻求一个具有很高安全系数而又足够便宜的价格。

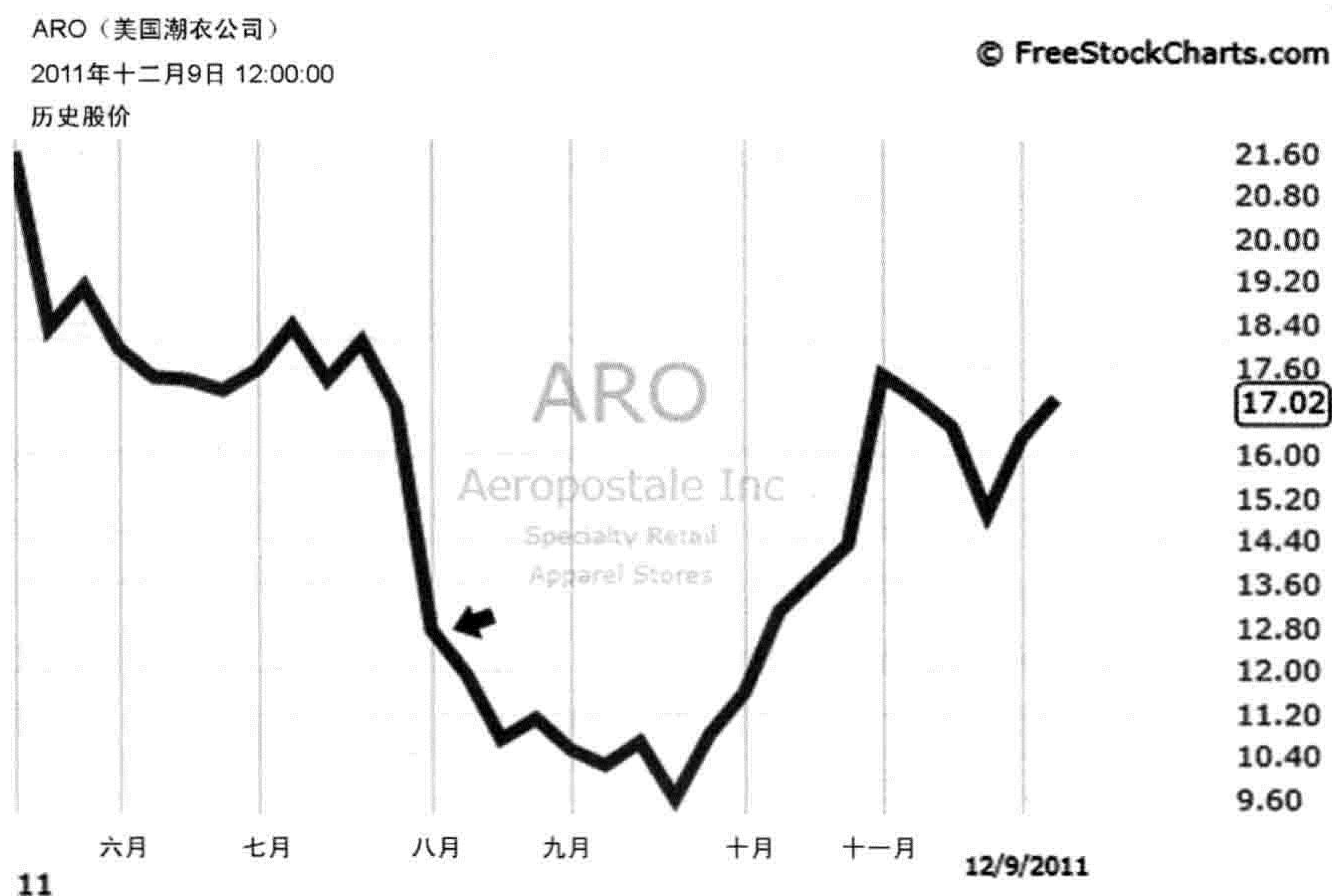


图 4.2 美国潮衣公司股票价格走势：2011 年 5 月至 2011 年 12 月 9 日
资料来源：www.freestockcharts.com，经过许可

损益表中的下一个高估每股收益的特殊项目就是连续费用。

重复的“一次性”费用

有的公司将大量的“一次性”费用一个季度接一个季度地计入损益表，尽管某一特定的费用可能确实只需要计入一次，但这些公司是习惯于一直采取这样“一次性”费用来调控收益。就盈余质量而言，这是一个危险信号。投资者和专业的分析师趋向于忽略“一次性”费用带来的影响，因为按照定义它们是不持续的，谁也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道这样的费用是否会在未来产生。连续的“一次性”费用可能会被捆绑到正常的营运成本中，允许公司建立储备金，使其在未来需要的时候让结果看起来更好些。

一个例子就是通过冲销降低当前设备的资产价值，即便它是一项仍在使用中的资产。这样冲销的部分就可以有效用于降低其未来的折旧费用，从而增加净收益。通常来说，在某个时刻公司的销售和管理费用（SG&A）突然低于其预期可能预示管理者使用了先前建立的储备金，这就表明了低盈余质量。

相对来说，认出分布费用的损益表很容易。但是作为一个指导原则，多头投资应该从那些具有持续重组费用的公司中跳出来，它们并不值得花费精力弄明白。表 4.10 说明了这一点，其中展示了惠普公司截止到 2011 年 7 月底季度之前的 12 个季度（3 年）中的重组合并及相关费用。

表 4.10　惠普公司“一次性”重组费用对 EPS 的影响：从 2008 年 10 月季度至 2011 年 7 月季度*

季度结束	2011 年 7 月	2011 年 4 月	2011 年 1 月	2010 年 10 月	2010 年 7 月	2010 年 4 月
重组费用	($150)	($158)	($158)	($235)	($598)	($180)
并购费用	($18)	($21)	($29)	($51)	($127)	($77)
总和	($168)	($179)	($187)	($286)	($725)	($257)
营运收入	$2,668	$3,147	$3,633	$3,454	$3,048	$3,115
稀释股本加权平均数	2,054	2,150	2,182	2,249	2,322	2,345
对营业毛利率的影响（基点为单位 bps）	(54)	(57)	(58)	(86)	(237)	(84)
对每股收益（EPS）的影响	($0.08)	($0.08)	($0.09)	($0.13)	($0.31)	($0.11)
稀释的 EPS	$0.93	$1.05	$1.17	$1.10	$0.75	$0.91
变化百分比	8.6%	7.6%	7.7%	11.8%	41.3%	12.1%
季度结束	**2010 年 1 月**	**2009 年 10 月**	**2009 年 7 月**	**2009 年 4 月**	**2009 年 1 月**	**2008 年 10 月**
重组费用	($131)	($38)	($362)	($94)	($146)	($19)
并购费用	($38)	($60)	($59)	($75)	($48)	($311)
总和	($169)	($98)	($421)	($169)	($194)	($292)
营运收入	$3,213	$3,036	$2,634	$2,462	$2,780	$3,065
稀释股本加权平均数	2,358	2,366	2,382	2,349	2,410	2,440
对营业毛利率的影响（基点为单位 bps）	(54)	(32)	(153)	(62)	(68)	(86)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

季度结束	2010 年 1 月	2009 年 10 月	2009 年 7 月	2009 年 4 月	2009 年 1 月	2008 年 10 月
对每股收益（EPS）的影响	($0.07)	($0.04)	($0.18)	($0.07)	($0.08)	($0.12)
稀释的 EPS	$0.93	$0.99	$0.69	$0.71	$0.75	$0.84
变化百分比	7.5%	4.0%	6.1%	9.9%	10.7%	14.3%

*除 EPS，bps 之外，所有（$）标记的金额单位为百万美元，

资料来源：美国证券交易委员会的文件

惠普公司这些重复的费用在材料中用每股收益的实际百分比展示，这家公司及其他所有连续扮演重组方和收购方的公司的危险在于可以把自己想放入的费用科目与任何正常费用捆绑在一起，这些数字会显著影响营业利润率和每股收益。在任何季度中管理者都可以或多或少地调整这些数字，为当季创造出不可信的结果。而必然有一天，这样的调整会终止，从而对这家公司的影响相当大。在平淡的收入下，任何调整而来的“增长”就会让华尔街吹嘘其为“事情已经有了好转”，但是基于这样的费用调整带来的好转一般是不可持续的。

因为对惠普公司的盈余能力完全没有信心，因此一个多头投资者应该不予理会。做空也还会比较危险，因为尽管其收入平淡，但是同比上期负的每股盈余，华尔街仍会将其视为超出预期和突然增长的积极利好因素。

管理者另一个不可持续的操控盈余的途径就是通过税收。

税收估值扣除

在初创阶段许多企业无法创造利润，税务会计可以让公司结转一些损失，利用它们来降低未来的应税收入。因为通过结转损失降低的收入会降低税额，因此这是一个明显的未来收益。净营业损失结转（NOLs）是一种递延所得税资产。

然而这项资产的价值依赖税率和公司估计自己未来会有多少利润，如果公司认为自身可能无法完全实现净营业损失结转的收益，那么必须计入税收估值扣除。税收估值扣除是一项准备金，为了针对公司可能无法获得递延所得税资产全部价值的可能性。

因为无法知道未来会是什么样子，因此公司可以改变对递延所得税资产价值的假定，从而改变税收估值扣除。如果公司需要数百万来满足华尔街的期望，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能会转变对未来收益的期望，提升净营业损失结转；相反地，降低税收估值扣除额，从而提高当前的每股收益。这可能会让公司渡过这个季度来取悦华尔街，但是最终税收估值扣除额将无法继续降低。

如果公司降低扣除额，税收的脚注会显现出来。为了深入挖掘以发现问题，投资者应该比较管理者反映的期望税率（如果管理者真的披露的话，则在盈余新闻公告或是电话会议上）和华尔街在季度报告中说明的税率。人为期望的低税率可能意味着税收抵扣额被逆转，从而利于当前每股收益。投资者之后就应该注意浏览财务报表的税收脚注，并且确认抵扣额是否逆转，以及管理者是否干预了税收抵扣。

国外税率及海外所得利润（海外盈利）

现在税率的一个主要问题涉及公司国外与国内的税收优惠，因为美国拥有世界第 2 高的公司税率，仅次于日本[9]，所以美国企业的管理者正在试图在国外司法管辖区的低税环境中最大化盈余，问题是这样做可能限制了公司转移资本到其可以充分利用地方的能力。

金融媒体常常提到美国企业在海外低税国家获取并保持的大量现金，这不是一个涉及道德、伦理或者合法性的问题，而是合乎法律的行为。一个公司需要通过在国外保持资金来无限期地延迟美国税收，尤其是当这个延迟可以提升其净利润的时候，因此这是完全理性的。然而现金的遣返可以引发高达 30%的税收，并且追求这样的税收环境可能扭曲了合理的资本配置。不支付更高税收或延迟税收也许是有意义的，但是如果公司希望在国内进行收购等操作，则可能会需要大量现金。例如，惠普公司公司于 2009 年为了收购 EDS 公司引发了大量负债。但是却无法遣返其盈余的 80%回国，而盈余在海外提供了现金流。公司同样可能会需要现金流来支持国内的运营、支付债务或维持股息和股票回购，无法满足这些义务的公司最终将会没有任何选择。即只能遣返现金而招致更高的税收，降低了盈余。

当 Behind the Numbers 公司公布其 2009 年 7 月关于海外利润税收的报告时说明政府采取了潜在的行动从海外利润提高收入，即使没有这样的行动，7 家有着高额海外营运额、利润和现金的公司仍然面临海外高税率的风险。在那时 Behind

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

the Numbers 公司指出了几个要点，就在在撰写本书时税收扭曲的现象仍然存在。

政府将国外利润看做税收的一个来源

（1）有提案提议公司间的交易应被视为可征税事件。

（2）应被检查那些利用法律来延迟国外利润税收的公司的限制费用抵扣额。

（3）管理机构想要对那些不披露避税情况信息的国家实施制裁。

（4）查尔斯·兰格尔代表已经提出提案，对美国拥有海外业务的跨国公司进行限制税务减免额。

重复 2004 年遣返现金的免税期是不可能的

（1）在美国拥有大量海外现金却有高负债和下降趋势现金流的公司可以利用免税期来低成本地带回现金以支撑公司的发展。

（2）2004 年的法案是用于遣返现金回美国，以此刺激资本支出和就业增长。

（3）事实上监测期已经过去，许多公司在 2005 年进行了大量的股票回购。

（4）再来一次免税期似乎是不可能的，政府从未解决过这个问题。政府也需要现金，而一次新的免税期很有可能会带来麻烦。

这样的税收规定和提案可能会阻止国内收购，从而伤害国内股东利益

（1）鉴于较低的股票价值，投资者会认为股票市场（2008 年～2009 年）的下跌将导致更多的并购。

（2）美国跨国公司似乎不愿意支付税款而使用国外现金交易，因此将很好的国内交易交至其他国家。

（3）公司很害怕国外现金可能会交税，似乎更愿意支持复杂的海外交易来花掉现金。

事实上，许多大型并拥有广泛股权公司都会被强烈影响。思科公司、摩托罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉公司（在其剥离前）、谷歌公司、默克公司、惠普公司、通用电气公司和可口可乐公司的股东都没有意识到以下问题。

思科公司：无法达到的高现金余额

由于其336亿美元现金中的81%都在海外，所以思科公司被迫在美国发行债券，其现金流开始下降；同时削减了资本支出和股票回购。

摩托罗拉公司：需要以遣返现金支撑美国运营公司的典型例子

税收规定调整后，国外盈余变动和非可减外汇和外币折算调整发生时公司国内税率去年从26%上涨至67%。而摩托罗拉几乎所有的债务都是在美国的，国内运营面临巨额损失，现金流连续3年为负。解决这些问题受到了阻碍，因为如果不缴纳海外税收，摩托罗拉公司就无法从其70亿美元的现金中获取54亿美元来解决问题。

谷歌公司：国内外形势强劲，但是仍然可能存在问题

由于国外税收差异，谷歌公司的税率正在上涨，然而在其盈余中仍有巨额的税金节约额。强有力的营运能力和囤积的现金可能会使其成为新税法变动的典型代表，谷歌公司将国外现金的税收处理列为两个风险因素。

默克公司：同样形势强劲，但是一些风险仍值得注意

默克公司没有提供可能需要遣返的现金的税率规定，但是公司的确需要现金，而不论税收如何。万络诉讼事件表明默克公司存在大量或有现金需求的风险，没有国外现金通过回购推动股东价值可能很艰难。

惠普公司：国内收购可能会很棘手

当惠普公司购买电子数据系统公司时，盈余中有80%都在海外。这次交易的巨额负债需要用国内现金流支付，但是2009年迄今现金流一直在下降，公司已经不得不削减其股票回购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通用电气公司：另一个风险

2008 年随着公司无限期投资海外，通过上年度的海外盈余的同比增加，其收入大幅增长。然而通用电气公司不断地增购资本，并与商业房地产有了相当大的接触；除此之外，资本运作更多问题的可能会迫使公司遣返现金而打击其高盈余。

可口可乐公司：在美国的风险上升

高糖苏打水的税收在参议院中被提出，这可能会损害可口可乐的销售量，而可乐的国内销量已经大幅下降了。可口可乐企业需要处理大量的负债，而低销售量会进一步损害公司。我们可以认为这种情况会迫使可口可乐企业需要更多的保证金，削减的国内的现金流可能会使公司更难维持股息和股票回购。

2010 年 12 月，Behind the Numbers 公司观察到一些在高税收国家如日本销售额增长的公司在美国的税率已经上涨；同时还观察到在一些税收优惠政策到期的国外司法管辖区的公司也开始交纳更高的税金。这就意味着像 2004 年那样的遣返现金免税期不会到来的今天，投资者必须清楚报告的税率和藏其背后的潜在税率的差别，这种差别可能是来源于国内外税收之间的差距和/或遣返国外现金而招致的税金。

自 2008 年股票市场崩溃以来，投资者一直喜欢说在坚定的大盘股的资产负债表中的所有现金可以用于支付巨额红利，并且大规模的股票回购在动荡不安的时局下给投资者以安全。但是正如我们所看到的这些巨额资金通常都在国外，对达到有益目的通常是没有作用的，这些现金可能无所增益。

现在我们可以把本章中相关的资产负债表和损益表的关注点结合起来，对于盈余质量迷来说，这是再好不过的了。

结合资产负债表和损益表的关键问题：阿卡迈科技公司案例

约翰于 2007 年 3 月 2 日在互联网给客户交付的关于阿卡迈科技公司的报告中，指出其现实情况包括了大部分本章中证实的盈余质量警告。在此注意到其未开票的应收账款超过了公司预期；另外，还可能削减了储备金以提高了每股收益，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从而利润可能被高估。这些都说明当这些严重问题一起出现在同一家公司时，这绝对是避开、出售或做空这家公司股票的时机。

未开票的应收账款的激增超出预期

鉴于人们对阿卡迈公司股价的高预期，管理者的压力剧增。在3季度，公司严重依赖于未开票应收账款来达到或超出市场对其收入的预估，这是让我们首次怀疑其收入质量的现象。

对于阿卡迈公司来说，未开票的应收账款通常在收入确认后的一个月内开具发票。这种收入形式是高度主观的，可以假设收入并获得利润。结果就是我们看到其未开票的应收账款的飞涨，或者更激进的收入确认。

华尔街9月季度对阿卡迈公司的预估收入是1.088亿美元，而最终季报中的收入是1.115亿美元。然而如果未开票应收账款保持在上一季度的同样水平上，报告中的收入就会减少640万美元。这样的结果是由于未开票的应收账款，公司报告的收入比预期高出270万美元。这更可能会损害股票，而不是近300万美元的正增长带来的惊喜。

在表4.11中，阿卡迈公司3季度的未开票的应收账款从去年同期的10.8%飞涨到收入的16.6%，环比增加为12.0%。在这之前，公司的增长并不会因为其未开票的收入而超出预期，所以我们对当前状况的担忧增加了。虽然12月的信息还不可获知，但是我们注意到继3季度之后公司进行了新的收购，进一步模糊了其收入的增长率。在4季度的报告中，公司以不到300万美元高于收入预期，但其中80万美元来自于收购。

表4.11 阿卡迈科技公司未付应收账款占收入的百分比：从2005年9月季度至2006年9月季度

季度结束	2006年9月	2006年6月	2006年3月	2005年12月	2005年9月
收入	$111.5	$100.7	$90.8	$82.7	$75.7
应收账款	$56.4	$61.0	$56.9	$51.0	$42.6
未付应收账款	$18.5	$12.1	$8.7	$9.1	$8.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

季度结束	2006 年 9 月	2006 年 6 月	2006 年 3 月	2005 年 12 月	2005 年 9 月
总应收账款	$74.9	$73.1	$65.6	$60.1	$50.8
未付应收账款占收入百分比	16.6%	12.0%	9.6%	11.0%	10.8%

*所有金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

更高比例的未开票收入和随后进行的新收购相结合，可能表明公司实际存在比财务报告中更明显的增长减速。

储备金水平削减提高每股收益

除了未开票应收账款的增加，公司同时也降低了其储备金水平。从而在短期内提高了每股收益，占了每股收益意外上涨的大部分。表 4.12 表明 9 月季度报告的储备金水平是过去 5 个季度中最低的，只有 10%，同比下降了 360 个基点。

表 4.12 阿卡迈科技公司应收账款金额的上升和准备金的下降

季度结束	2006 年 9 月	2006 年 6 月	2006 年 3 月	2005 年 12 月	2005 年 9 月
收入	$111.5	$100.7	$90.8	$82.7	$75.7
总应收账款	$74.9	$73.1	$65.6	$60.1	$50.8
总准备金	$7.5	$9.2	$9.9	$8.0	$6.9
准备金占总应收账款的百分比	10.0%	12.6%	15.1%	13.3%	13.6%

*所有金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

在 3 季度中，储备金水平的削减在一个季度中给每股收益增加了 0.01 美元，而每股收益仅高于预期 0.02 美元。这样的削减同样在 6 月为每股收益提高了 0.01 美元，占了盈余的 50%。对 12 月期间来说，储备金的信息还不可获知，然而我们注意到在这个季度公司每股收益仅高于预期 0.01 美元。我们要引起注意：在储备金上的小动作是管理者操控每股收益的危险信号。

尽管 12 月的数据现在还不知道，首个弱势的信号已经出现在 3 季度，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即未开票应收账款的增加，潜在且更加激进的收入确认和费用管理的结合提高了我们对阿卡迈公司未来盈余质量的担忧。

华尔街过于鼓吹的利润率

我们可以看到阿卡迈公司的毛利润率在近期已经降低了 200～300 个基点，这样的下滑预期还会持续。表 4.13 阐明 12 月的毛利润率是 77.8%，较去年同期下降了 300 个基点。

表 4.13 阿卡迈科技公司的毛利润率

季度。年	2006 年 12 月	2006 年 9 月	2006 年 6 月	2006 年 3 月
毛利率	77.8%	78.1%	79.5%	82.7%
季度结束	2005 年 12 月	2005 年 9 月	2005 年 6 月	2005 年 3 月
毛利率	80.8%	80.3%	79.8%	80.5%
财年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
毛利率	75.9%	76.8%	78.0%	80.3%

资料来源：美国证券交易委员会的文件

在过去 4 个季度的每个季度中，总利润率都有下降的趋势。分析师进一步预测这种趋势会一直持续，2007 年利润率会下降 120 个基点，并会在 2008 年在下降大约 100 个基点。我们相信利润率会进一步下降。

毛利率的下降可归咎于增长的基础设施建设的折旧费用，公司已经从那些完全折旧的基础设施中创造了收入和利润，这样提高了前期的毛利率。

但是尽管毛利率有下降的趋势，营运利润率却上涨了（见表 4.14）。在 12 月期间，营运利润率同比扩大了 420 个基点，即 34.4%，同样的趋势在过去几个季度中持续。相应地，华尔街预估营运利润率上涨的速率将会大于毛利率下降的速率。2007 年营运利润率预期增长大约 200 个基点，2008 年再增长 120 个基点，息税折旧摊销前利润率预期为 41%。

我们认为这些预期或许过于激进，有以下几点原因。

（1）视频内容的增加将给价格敏感的客户带来更多的价格优惠。

（2）竞争会驱使价格下降。

（3）新的分销方法会威胁阿卡迈公司的竞争优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）视频内容的计费化不是阿卡迈公司的核心竞争力。

（5）阿卡迈公司的基础设施费用会比预计高得多。（表 4.14）

表 4.14　阿卡迈科技公司的营运利润率

（季度。年）营运利润率	2006 年 12 月	2006 年 9 月	2006 年 6 月	2006 年 3 月	2005 年 12 月	2005 年 9 月
	34.4%	34.3%	32.5%	29.8%	30.2%	29.7%
	2006 年 12 月	2006 年 12 月	财年 2008 年	财年 2007 年	财年 2006 年	财年 2005 年
	27.4%	27.2%	36.0%	34.8%	32.9%	28.8%

资料来源：美国证券交易委员会的文件

资本支出的增加和低于预期的经营杠杆会进一步给利润率的增长带来压力

阿卡迈公司的网络在 20%～30%的负载下运营，这确保了能够给客户满意的性能保证，在我们看来视频消费的增加将会进一步对网络造成负担。过去管理者通过低资本支出来管理现金流，我们相信加速的再投资花费的支出一定快于目前收益模式产生的收益。并且公司将会从完全折旧的服务器（折旧 3 年以上）中产生更少的收入，进一步降低了毛利率。

表 4.15 显示过去 5 年与总收入相关的资本支出和资本化的软件的花费，在过去几年中资本支出从收入的 10%左右增长到 16%。

如果像一些人预期的那样，视频消费持续以 3 位数的速度增长，那么阿卡迈公司的基础设施将不得不跟上更新速度以满足服务保证。鉴于阿卡迈公司面对由新技术的发展带来的竞争，公司将不得不进行更多的收购，或者比过去在基础设施上进行更大量的再投资。任何一种方式都会提高其折旧，对毛利率有很大的影响。

表 4.15　阿卡迈科技公司上涨的资本支出和资本化软件成本在收入中的占比:2002—2006*

年　度	2006	2005	2004	2003	2002
收入	$428.7	$283.7	$210.0	$161.3	$144.9
资本支出	$69.3	$27.0	$12.3	$1.4	$7.3
资本化内部软件使用的成本	—	$9.2	$9.9	$8.0	$6.9
总资本支出	$69.3	$36.2	$20.1	$8.9	$14.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年　度	2006	2005	2004	2003	2002
总资本支出占收入的百分比	16.2%	12.8%	9.6%	5.5%	9.8%

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

随着视频消费的发展，市场向创新的技术和定价模型打开了大门，我们发现阿卡迈公司在其财务预期中的制定的经营杠杆是激进的。首先，像 LimeLight 公司这样新增的竞争有更低的定价点。这可能放缓阿卡迈公司的收入增长，即低于其预期，更低的定价也会进一步的影响其毛利率；另外，如果像一些人说的那样，新的视频交付技术可以获得更大的市场吸引力，则需要阿卡迈公司在研究与开发及其他运营费用中进行更多的投资。

表 4.16 表明公司在过去 3 年中已经大约投入了收益的 6%～8%于研究与开发之中，并从之前的一段时期开始显著削减。如果正如许多人认为的那样，视频下载技术的出现是一种“巨大的打击”，那么公司就冒着新技术上投资不足的风险，但是即使在研究与开发费用上很小的增长都会破坏华尔街对其现有盈利模式中的经营杠杆的假定。

表 4.16　阿卡迈科技公司对于研发的投入，相对于其收入显著下降

年　度	2006	2005	2004	2003	2002
收入	$428.7	$283.7	$210.0	$161.3	$144.9
研发支出	$33.1	$18.1	$12.1	$13.0	$21.8
研发支出占收入的百分比	7.7%	6.4%	5.8%	8.1%	15.0%

*金额单位为百万美元

这还没有考虑在销售和营销方面增加的费用支出，在前期员工人数的减少降低了市场销售与营销支出。然而这笔支出在近期开始加大，如表 4.17 所示。

表 4.17　阿卡迈科技公司增长的销售和市场费用

年　度	2006	2005	2004	2003	2002
收入	$428.7	$283.7	$210.0	$161.3	$144.9
销售和营销费用	$119.7	$77.9	$55.7	$47.6	$64.8
销售和营销费用占收入的百分比	27.9%	27.5%	26.5%	29.5%	44.7%

*金额单位为百万美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些都足以证明我们对问题的预测，在第 2 季度的盈余报告公布后股票在几天之内下跌了 30%，而处于最好时期的市场却是增长的。图 4.3 表明阿卡迈公司的股票在约翰报告公布后暴跌了 78%（图中黑色箭头处），在接下去的一年中达到公司的最低点。



图 4.3　阿卡迈公司股票价格走势：2004 年年中至 2009 年 10 月 16 日

资料来源：www.freestockcharts.com，经过许可

结论

我们在本章及全书的目标是找到那些关键项（识别盈余质量的最佳预测因素）并把它们放在一起审视。影响损益表首栏和所有财务报表的收入确认项目可以说是盈余质量的重头戏，但是损益表中的其他栏目也会引起问题；同理，存货管理也是资产负债表盈余质量问题的关键，并且投资者还必须仔细分析其他重要的科目，如应收账款、坏账、商誉和无形资产、递延收入、养老金义务和负债等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 现金流警示

现金流量表概述 / 102
经营产生的现金流量 / 102
投资活动产生的现金流 / 128
融资活动中产生的现金流量 / 134
总结 / 136

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流量表可能是财务报表中最后一个出现的，但却不是内容最少的。经验丰富的投资者明白，现金流量表是一家公司现金真实情况的重要体现。但是大多数管理者的对外言论看似他们对现金流量表一点也不关心，他们关注的焦点直接在华尔街关心的季度每股收益估计，以及如何努力让公司达到或者超越这些估计值上。这种短期的目标定位可能会使其避免残酷的等级下降和股票被大量抛售，即便公司正在错过本该赚到的一分钱。正是这一分钱可能暗示公司正在使用激进的会计方法或被华尔街的预期吹捧得过高，就是这些错过的小钱意味着公司虽然积极地试图找到每个缝隙中的钱，但是就是无法拿到。

每张财务报表都提供了操控的机会，因为它们都是相互关联的，任何对收入、存货、应收账款、并购和股份回购的决定都会经过 3 张报表。我们非常关注收入确认，因为所有的报表都会受到损益表顶栏最严重的影响。然而损益表每一栏的内容都会影响现金流量表，因为损益表的底栏，即净收益是现金流量表的第 1 栏。如果管理者利用激进的会计方法或篡改损益表中的数据，都会引起我们对现金流量表可靠性的质疑。

投资者必须查看所有的 3 张财务报表来决定现金流量表是否合理地重新添加了非现金项目、是否准确反映出营运资本的变动、是否表明了连续收购，以及管理者是否发布了优先认股权或回购股票来掩盖可能的影响。所有 3 张报表的内容在现金流量表中汇总在一起，每张报表的篡改都可以操控这张能够体现现金真实情况的报表。

现金流量表概述

现金流量表包括 3 个部分，从上到下分别为经营产生的现金流量（营运现金流）、投资活动产生的现金流量和融资活动产生的现金流量，每个部分都很重要。

经营产生的现金流量

经营产生的现金流量部分以净收益开头，以经营活动产生的现金流量净额为结尾。营运现金流（OCF）更为大家熟知，它只基于业务，没有支出或出售财产、厂房或设备和并购（在“投资活动产生的现金流量”中会列举例子）。也没有回购股票、支付股息或是发行债券（在“融资活动产生的现金流量”一节中讲解），是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较期间中实际的现金变动。净收益和营运现金流之间有许多数据，大多数投资者草草扫一眼只注意到其中的一些数据。这是错误的，因为每一栏都有出现问题的可能。杯到嘴边还会洒洒，成败往往就在净收益和营运现金流之间。

添加回来的非现金项目要仔细查阅

非现金项目（如递延税款）会在损益表中出现，这是因为这些项目会影响会计师如何评估公司的会计真实性。所以要反映现金流的真实情况而非会计真实性，现金流量表的第 1 栏将重新添加这些非现金项目。

添加回来的折旧与摊销

首先现金流量表要添加回来折旧与摊销的项目（D&A），第 4 章解释了估算折旧与摊销衡量方法的变动可以给净收益带来好处。而折旧与摊销还有另外一个重要作用，就是确定衡量现金流的方法。准确的现金流估算对于了解一家公司当前和未来的现金需求是非常重要的，通过改变估值操控折旧与摊销项目可以影响现金流质量。

让我们考虑已经完全折旧的资产，如一栋建筑。它的主人已经获取了所有折旧与摊销带来的税收优惠，多年来他们几乎什么都未花费却获得了现金流。举一个例子，除非绝对必要，伯克希尔・哈撒韦很少在这些完全折旧的餐馆中花钱，而宁可投资于乡村地区的冰雪皇后冰激凌店（DQ）。很多年以前，巴菲特就拿走了 DQ 由于折旧和摊销带来的全部的收益和税收的优惠，而现在这些资产已经成为极大现金流的发电机。投资者可能只看到这些将要折旧与摊销的资产的不足，担心公司会缺少用于维护的资金支出而最终不得不为其买单。但是这些都是在行业中最简单和最便宜的资产，伯克希尔在投资的时候就是看它是否是一个能为其产生现金流的资产。

在第 4 章我们看到阿卡迈科技公司花费超过 10 亿美元在仅仅 3 年内就完全折旧了自己的服务器，这样做增加了未来几年损益表的收益，也可以扩大那 3 年的现金流。但是直到最终要升级系统的时候，升级费用会重新回到损益表上，由此损害净收益进而损害现金流。管理者在"完全折旧"的时期给人具有盈利能力的印象，但是他们不可能永远这样做。

对于 DQ 来说，完全折旧的设备并未预示未来的问题。但是对于阿卡迈公司来说，确实说明问题。服务器技术和阿卡迈的业务需求的定期变化不像冰激凌或快餐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那种软服务，决定在不久之后阿卡迈只能升级设备来维持资产的收益。

折旧与摊销是中性的，投资者需要弄清一家公司及其设备来判断折旧与摊销是更像 DQ 的情况还是更像阿卡迈的情况。

来自优先认股权的股权薪酬和超额税收优惠

这是投资者发现真实现金情况和潜在操控问题的起点，尽管大多数公司反对，2004 年财务会计准则委员会[1]发布了公司要以股票薪酬作为营运成本的要求。然而因为这是非现金项目，所以需要在营运现金流中重新添加。相当多的公司授予优先认股权作为报酬，所以投资者必须检查附注中暗藏的数据来判断它们对当前及未来现金流的真正影响。

给雇员和其他各方大量的期权和认股权证意味着现有股东持有股票在未来大规模的价值减耗，公司可能会报告由于实值期权或认股权证而被稀释的股票数量，但是如果没报告的那些虚值期权变成了实质期权，则无法知道会发生什么。一个购买长期股票的投资者至少要紧盯潜在的价值减耗程度，因为股票总数会影响估价、风险和潜在收益。

关注这些地方，投资者必须查看报表附注，公司会在这里披露认股权证和期权数目，以及履约价格和到期日。比较履约价格和当前的股票报价，有多少期权的履约价格接近或偏离当前报价？它们又在多少年内到期？如果可以，你需要看到潜在股票总数增长能够如何影响其他对象变化的时机和幅度。例如，衡量盈余、营运现金流和每股净现金流。

重新添加股票薪酬可以人为增加营运现金流，但是这并不是财务会计能够蹚浑水的唯一地方。就像西海岸科技公司的现金流量表一样，其中一栏是“来自优先认股权的超额税收优惠”。这是一种现金效益，税收减少了，但是没有一家公司会说自身常规的营运现金流中包括从优先认股权中产生的超额收益。2006 年，当财务会计准则委员会声明来自优先认股权的超额税收收益应该在筹资活动产生的现金流量中出现，而非经营活动部分出现时，这成为最受争议的问题[2]。今天公司在经营部分的现金流净额减去这项，并将其添加在筹资部分已经屡见不鲜。

对优先认股权产生的税收收益的处理仍有争议，而且会持续很久。查看多年数据的投资者需要知道营运现金流的急速下降是否是由于公司业绩或优先认股权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产生的超额税收收益的处理方法改变了。下面一些例子说明了营运现金流的股权薪酬和超额税收优惠的影响。

我们从兰巴斯公司开始，像 InterDigital 公司那样，该公司是一家知识产权（IP）公司，向其他公司特许自身的技术。但是正如表 5.1 所示，很多年中兰巴斯公司的营运现金流主要来自优先认股权的税收优惠和添加回来的股权薪酬，而不是来自于先进电脑知识产权的特许使用费。表 5.1 的底栏表明没有这些项目，公司的营运现金流会有多么低。

表 5.1 优先认股权的税收优惠和添加回来的股权薪酬对兰巴斯公司营运现金流的影响

财年结束（金额以百万美元为单位）	至 2003 年 12 月 31 日结束的 12 个月期间	至 2004 年 12 月 31 日结束的 12 个月期间	至 2005 年 12 月 31 日结束的 12 个月期间	至 2006 年 12 月 31 日结束的 12 个月期间	至 2007 年 12 月 31 日结束的 12 个月期间	至 2008 年 12 月 31 日结束的 12 个月期间
净收入	23.2	22.4	28.9	(13.8)	(34.2)	(199.1)
折旧摊销	5.6	5.6	9.1	11.2	11.2	11.3
商誉和无形资产的摊销	0.0	2.5	4.3	5.2	5.3	4.3
总折旧摊销	5.6	8.1	13.4	16.5	16.5	15.7
其他摊销	—	—	1.1	3.2	—	—
资产出售损益	—	—	0.2	0.3	0.4	0.1
投资出售损益	(1.8)	(3.6)	—	0.2	—	—
资产减值和重组费用	—	—	—	—	—	2.7
股权薪酬	—	18.8	20.5	40.5	44.8	37.2
优先认股权的税收优惠	19.2	23.2	0.7	—	—	—
其他经营活动	—	—	(17.5)	(11.2)	(15.3)	123.1
应收账款的变化	(9.2)	8.8	0.5	(1.6)	0.7	0.4
应付账款的变化	0.4	6.6	(2.5)	(0.2)	3.8	(3.6)
未实现收入的变化	4.4	(18.4)	(14.5)	(1.7)	(4.8)	—
税收变化	—	—	(0.5)	0.1	0.8	(1.8)
其他净营运资产变化	(18.6)	(22.3)	3.5	25.0	(7.4)	(13.2)
营运现金流（OCF）	23.4	43.7	33.8	57.2	5.3	(38.5)
OCF-来自优先认股权的税收优惠	4.2	20.5	33.1	57.2	5.3	(38.5)
OCF-来自优先认股权的税收优惠和股权薪酬	4.2	1.7	12.6	16.7	(39.5)	(75.7)

资料来源：S&P Capital IQ

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兰巴斯公司的股东相信自己持有两样东西，即源自知识产权特许使用费的现金流的生产动力及赎回权。如果兰巴斯成功控诉了那些没有支付特许使用费就使用其知识产权的公司，他们便能获得这些潜在的特许使用费。

但不是这样，这 5 年来公司从授权中赚取特许使用费的这项实际业务只创造了少量的营运现金流，股东持有的公司只是一家几乎只能从税收收益或通过重新添加股权薪酬来获取现金流的公司。哪怕这只股票有着可笑的营运现金流，他们仍然购买的实际原因仅仅是为了推猜兰巴斯是否能利用自身技术赚取未来的特许费，或通过昂贵且胜算小的官司来拿回特许使用费。21 世纪初以来，大部分诉讼还在以不同方式持续进行。

营运现金流的一种更好、更简单且更保守的观点是不要添加股权薪酬而保持损益表中对其的处理方法，仅仅把它作为一种营运成本。然后判断由优先认股权而得的超额税收收益是否影响了营运现金流的增长，忽略这些问题的投资者一定会一败涂地。

查看添加非现金成本项目后许多投资者停下脚步，即跳过了现金流量表的下一部分是营运资金的变动。这是错误的，营运资金的变动表明公司从营运现金流的什么地方借了钱，然后又花到什么地方去了。

营运资金的变动（流动资产与流动负债的变动）

营运部分的现金以营运资金变动（也称为“流动资产”与“流动负债变动”）收尾，其中包括逐期应收账款、应付账款和存货的变动。这 3 项都报告在资产负债表中，并与损益表相联系，对现金流量表至关重要。

把营运资金想成是一口锅，用来平衡客户付款的差异性、管理生产商和物流之间的货物，以及向供应商的支付。企业的这口锅出现一定的差异是很正常的，但是投资者应该关注其可能的不良走势。

降低应收账款可以促进营运现金流的增长，但应收账款的总数却只有那么多。一家公司只能在理论上把应收账款收回天数缩小到零而最大程度地提高营运现金流，而不能获取超过其持有的总数。如果公司成为高效的收款机器，那么非常好，因为它不受客户信用的影响。但是应收账款增长缓慢，因为它们对营运现金流的贡献也同样缓慢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扩大应付账款可以提高当前的营运现金流，但是无法无限地使现金流增加。只有实力雄厚的公司，如沃尔玛或者苹果公司可以向供应商口头支付。而且即便是这些巨头，也总有一天还是要付钱给供应商的。剩下的普普通通的公司必须在一个合理期限内付钱给供应商，因此任何从延长付款期限而获得的收益最终都会停止。应付账款仅仅是从供应商那里的短期融资而已，所以它和负债是一样的。供应商作为贷款人，当然希望收回所惦记的应收账款。这就是为什么暴涨的应付账款显示出一家公司可能会陷入深深的危机，而不是具有实力，正如有不可持续的债务的任何一家公司一样。

存货的增加可能是一种对客户需求的投资，不然可能是没有需求的预兆。存货不断堆积，账面价值减损的迹象若隐若现，都带来不利的一面。存货的减少可能对营运资金和营运现金流有好处，但是这也可能意味减少了超额的库存（好的方面）、冲销了存货（坏的方面）或逐渐减少的客户需求（更糟糕的方面）。

衡量这些营运资金项目影响的一个方法是计算现金转换周期（CCC）：

现金转换周期=应收账款周转天数+存货周转天数–应付账款周转天数

计算公司 8～12 个季度的现金转换周期，以此观察营运资金是否影响一家公司的现金流。现金转换周期将成为分析雅各布公司的一项重要指标，这家公司是我们在下一章将要深入讨论的例子，因为它综合了太多营运现金流部分的警告信息。

现在让我们在一个简单的案例中看看营运资金变动是如何运转的，稍后我们将会看到具有高度并购意愿的公司如何像纸牌赌博那样通过 3 张牌操控营运资金和营运现金流。即让皮球穿过来穿过去，使你根本不知道现金到底在哪里。

表 5.2 阐述了 Domtar 纸浆公司截止到 2011 年 9 月 30 日的 8 个季度的情况，表现出应收账款、存货和应付账款的一个正常波动。应收账款在 4 季度要更高，而在 1 季度要更低些；存货在 2 季度扩大，而在 3 季度下降；应付账款变动很小，但是在 1 季度下降。这能说明问题，因为如果那个季度中你的账款筹集优良的话，更有可能会支付款项给供应商。

在过去 8 个季度中这 3 个营运资金项目净额是 50 900 万美元，只占已经超过 20 亿美元的当期的营运现金流的 3%。而且滚动计算 12 个月的数据都显示出营运资金对营运现金流的影响甚微，这 3 个项目都没有实质性的趋势走向。公司从每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个项目中借走一些款项又有规律地还付，反映出公司灵活地管理了自身季度营运资金的需求，这里并没有危险信号。

表 5.2 Domtar 纸浆公司营运资金的良好管理：从 2009 年 12 月季度至 2011 年 9 月季度*

季度结束	2011 年 9 月	2011 年 6 月	2011 年 3 月	2010 年 12 月	2010 年 9 月	2010 年 6 月	2010 年 3 月	2009 年 12 月
应收账款环比	$5	$50	($111)	$61	$13	($57)	($90)	$86
存货环比	($14)	$33	$1	($1)	($39)	$69	$10	$27
应付账款环比	$36	$7	($29)	($7)	($9)	$30	($25)	$13
总和	$27	$90	($139)	$53	($35)	$42	($105)	$126
营运现金流	$257	$306	$148	$166	$267	$610	$123	$185
滚动计算十二个月的营运资本变化	$31	($31)	($79)	($45)	$28	—	—	—
滚动计算十二个月的营运现金流变化	$877	$887	$1,191	$1,166	$1,185	—	—	—

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

相反，消费者的时尚配饰公司 Fossil 在存货上的营运资金管理出现了问题。查看表 5.3，你会发现 2010 年和 2011 年的 4 个季度中有 3 个季度 Fossil 的库存上涨（除了 2009 年，这是 2008 年的经营情况对 2009 年的存货造成的影响）。在 2011 年 1 月份结束的季度存货出现了突然下降，对于大多数存货数量取决于重要节假日购物季的零售商来说，这是很正常的。然而在节假日购物季之后公司预期的需求最终未能出现，存货持续地恶化。约翰在 4 月份做空了股票，而公司股票在 2012 年 5 月发布的财报中显示下跌了 38%。

表 5.3 Fossil 时尚配饰公司的营运资本的变化：从 2009 年 1 月季度至 2011 年 10 月季度*

季度结束	2011 年 10 月	2011 年 7 月	2011 年 4 月	2011 年 1 月	2010 年 10 月	2010 年 7 月
应收账款环比	($61)	($1)	$51	($19)	($111)	$1
存货环比	($77)	($44)	($23)	$24	($90)	($47)
应付账款环比	$1	$24	($15)	$10	$24	($1)
总和	$136	$21	$12	$15	$177	$45
营运现金流	$130	$171	$195	$184	$195	$60
滚动计算十二个月的营运资本变化						

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

季度结束	2010 年 4 月	2010 年 1 月	2009 年 10 月	2009 年 7 月	2009 年 4 月	2009 年 1 月
应收账款环比	$43	($30)	($49)	$22	$53	($17)
存货环比	($3)	$36	($29)	$34	$4	$42
应付账款环比	($16)	($2)	$35	($2)	($25)	$20
总和	$24	$3	($42)	$54	$32	$38
营运现金流	$38	$46	$81	$44	$1	($47)
滚动计算十二个月的营运资本变化						

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

Fossil 的应收账款在 2010 年 10 月—2011 年 4 月的 3 个季度中不断增加，应付账款从 2011 年 4 月到 2011 年 7 月结束上涨。但是在 2010 年 4 月底—2011 年 10 月结束的 6 个季度中，除去的季节性周期的影响，营运资金的提高增加了营运现金流。但是后来营运现金流的走势不佳，随着滚动计算的 12 个月营运资金在 2010 年 7 月底—2011 年 10 月底呈下降趋势，营运现金流也随之减少。

就 Fossil 公司来说，公司利用营运资金负向的变动得以维持，它动用了流动资产和/或利用了流动负债来维持经营。最终它还是必须自食其果，承担起费用，正像我们接下来将要介绍的安德玛公司一样。也有少见的例外存在，如有些营运资金为负的公司也能运作良好，但是 Fossil 并不是其中一员。关键是营运资金的变动能够多大程度和多长时间影响营运资金流是有限制的，但是营运资金管理不善而导致的对营运现金流，甚至公司的破坏程度是没有上限的。

表 5.4 说明运动服零售商安德玛公司的存货同比增长快于收入，截止到 2011 年 9 月 30 日的 8 个季度中，存货占 12 个月收入的百分比呈增长势头。这是一个最佳的例子，对服装零售商来说具有代表性，所以我们一起来分析它。

截止到 2011 年 9 月 30 日为止的 5 个季度，存货同比增长百分比（A）与 12 个月的存货周转天数（B）环比增长一致。而 12 个月的营运现金流（C）在过去的 7 个季度中有 6 个季度下降，净现金流在 2010 年 12 月 31 日—2011 年 9 月 30 日结束时一落千丈。与华尔街的看法一致，投资者显然被安德玛公司收入的增长迷惑了。就在 2011 年 9 月 30 日季度财务报告公布后两天，竞相把股票价格从 2009 年 9 月 30 日的$27.83 抬高到$86。但是增长的收入变成下降的营运现金流和越来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越多的库存，公司只能坚持下去。直到 2011 年 3 月结束的季度花光了现金而债台高筑，这样无法永远持续下去。

表 5.4 安德玛公司增长的存货和下降的营运现金流：从 2009 年 12 月季度至 2011 年 9 月季度*

季度结束	2011 年 9 月	2011 年 6 月	2011 年 3 月	2010 年 12 月	2010 年 9 月	2010 年 6 月	2010 年 3 月	2009 年 12 月
收入同比变化	42%	42%	36%	36%	22%	24%	15%	—
存货同比变化（A）	63%	74%	68%	45%	28%	(1%)	(10)	—
存货占收入百分比	69%	107%	80%	72%	60%	87%	64%	67%
年度同比变化	15%	22%	23%	7%	5%	(21%)	(22%)	—
12 个月的存货周转天数 DSI（B）	143	141	134	128	126	124	130	136
季度环比变化	2%	5%	5%	2%	2%	(5%)	(5%)	—
12 个月的营运现金流（C）	(108%)	10%	(147%)	(18%)	(38%)	(9%)	(8%)	—
现金及等同物	$68	$120	$111	$204	$134	$156	$166	$187
ST 和 LT 债务	($110)	(37)	($14)	($16)	($19)	($16)	($18)	($20)
现金金额	$42	$83	$97	$188	$115	$140	$148	$167

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

2011 年，约翰做空了游戏公司 WMS Industries 和绿山咖啡公司的股票从而获得利润，因为两个公司的营运资金出现了危险信号。表 5.5 表明了截止到 2010 年 12 月 31 日 WMS 扩大的应收账款，约翰预感到其股票会直线下滑。图 5.1 展现 WMS 在 2010 年 9 月—2011 年 12 月 2 日的股票情况。

表 5.5 WMS Industries 游戏公司增长的应收账款：2010 年季度数据

季度结束	2010 年 12 月	2010 年 9 月	2010 年 6 月	2010 年 3 月
年度应收账款同比变化	37%	37%	25%	22%
4 季度平均应收账款环比变化	7%	8%	6%	6%
4 季度平均 DSO 环比变化	6%	5%	4%	3%

资料来源：美国证券交易委员会的文件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 5.1　WMS 游戏公司股票价格走势，2010 年 9 月至 2011 年 12 月 2 日

资料来源：www.freestockcharts.com，经过许可

最后具有高度并购意愿的公司可以把营运资金由内部变为外部，使其几乎无法影响营运现金流。举个例子来讲，绿山咖啡公司的收入在 2010 年 5 月和 2010 年 12 月并购迪德里奇咖啡公司和 Van Houtte 公司前后都以过热的速度增长。并购之前，公司存货在一个合理范围内波动后暴涨。包括并购迪德里奇公司当期之后的 6 个季度中，公司 4 个季度的净现金流都是负的。一个季度是保本的，而一个季度是正的，在 6 个季度中只有 3 个季度拥有正的营运现金流。

这说明该公司的并购和收入增长掩盖了其放缓的真实增长，绿山咖啡公司本应该把关注点放到收回应收账款和清算存货上。但是投资者只关心收入增长，即便这样并没有增加价值，其购买行为又再次推高了股票。股票到 2011 年 8 月 3 日上升了 238%，之后便开始呈下跌趋势。并在 11 月一落千丈，仅在 11 月 10 日当天就一路下滑了 39%，当季度报告公布时公司年度收益下降了 90%。

这些都是营运资金变动会说明恶化的盈余质量的戏剧性例子，通过分析现金流量表的这些项目，投资者能够更好地理解营运现金流的本质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营运活动产生的净现金流（营运现金流）

长期看来，营运现金流的走向趋势应该和净利润保持一致，作为净收益百分比的营运现金流的趋势能够说明盈余质量和营运现金流可持续性的许多问题。下滑的百分比说明每股收益或营运现金流的质量出现问题，也可能二者兼有。对于所有指标来说，最好追踪这一指标 8 个～12 个季度。

美信集成产品公司营运现金流占公司净收益的百分比下降，其资产负债表、收入确认和损益表问题在前面的章节已经提及。下降的百分比警示问题的出现，约翰在 2005 年 6 月 27 日给客户的报告中说明了他对美信公司营运现金流的担忧：

> “在过去的 7 个季度中，美信公司在营运现金流上总体下滑。尽管公司 2005 年 3 月季度经营活动产生的现金流持续增长，从净收益的 106% 上涨到 136%，但是我们注意到实质上同比是下降的。表 5.6 表明由于应收账款和存货的增加，营运现金流从净收益的 174%下降到 136%。这种负向的趋势可能会导致存货减值和公司正在使用延期付款条款来激进地确认收入，从而增加了未来盈余的风险。”

表 5.6 美信公司营运现金流对净收入占比的下滑：从 2003 年 3 月季度至 2005 年 3 月季度*

季度结束	2005 年 3 月	2004 年 12 月	2004 年 9 月	2004 年 6 月	2004 年 3 月
营运现金流（OCF）	$170.2	$135.1	$208.0	$177.9	$189.7
净收入	$125.5	$144.6	$144.5	$124.7	$109.2
OCF 占净收入百分比	136%	106%	144%	143%	174%
OCF-净收入	$44.6	$8.5	$63.7	$53.2	$80.5

季度结束	2003 年 12 月	2003 年 9 月	2003 年 6 月	2003 年 3 月
营运现金流（OCF）	$172.4	$155.5	$169.3	$128.0
净收入	$98.5	$87.4	$81.7	$77.6
OCF 占净收入百分比	175%	178%	207%	165%
OCF-净收入	$73.9	$68.1	$87.5	$50.4

*金额单位为百万美元，DSO 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

我们注意到由于优先认股权产生的税收优惠占据了美信公司从经营活动中获得的现金流中的大量比例，分别占 2005 年 3 月营运现金流的 17.3%和 2004 年 12

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月的 23.6%。因为美信公司过度依赖使用优先认股权作为雇员的薪酬，公司把它带来的税收收益当做一种经营活动报告，因此提高了营运现金流。我们不同意这种会计方法；反之，应该把税收收益看做一种筹资活动。税收收益不是公司经营活动产生的结果，也不是可持续的（强调为本书原创）。

一旦这部分收益被移出，表 5.7 则说明美信公司从经营活动产生的现金流同比持续下降。即从净收益的 140%下降到 112%，这充分说明我们对潜在夸大的营运现金流的担忧是对的。在财务会计准则委员会新的规则下，要求公司将税收收益作为筹资活动的一部分报告在下一个财务年度的头一天，即 2005 年 7 月 1 日就降低了美信公司的营运现金流。由于美信公司过度依赖于优先认股权作为薪酬，因此其营运现金流将会收到严重影响。并且其他一切保持不变，公司将会在不久的将来遭受营运现金流的暴降。

表 5.7　税收优惠带来的收益虚增了美信公司的营运现金流：从 2003 年 6 月季度至 2005 年 3 月季度*

季度结束	2005 年 3 月	2004 年 12 月	2004 年 9 月	2004 年 6 月
营运现金流（OCF）	$170.2	$153.1	$208.0	$177.9
净收入	$125.5	$144.6	$144.5	$124.7
优先认股权产生的税收优惠	$29.4	$34.1	$23.8	$39.8
OCF - 税收优惠	$140.8	$119.0	$184.5	$138.1
（OCF - 税收优惠）占净收入百分比	112%	82%	128%	111%
OCF-税收优惠-净收入	$15.2	$25.7	$39.9	$13.4

季度结束	2004 年 3 月	2003 年 12 月	2003 年 9 月	2003 年 6 月
营运现金流（OCF）	$189.7	$172.4	$155.5	$169.3
净收入	$109.2	$98.5	$87.4	$81.7
优先认股权产生的税收优惠	$36.5	$41.6	$34.6	$32.0
OCF - 税收优惠	$153.2	$130.8	$120.9	$137.2
（OCF - 税收优惠）占净收入百分比	140%	133%	138%	168%
OCF-税收优惠-净收入	$44.0	$32.3	$33.5	$55.5

*金额单位为百万美元，DSO 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

在过去的 8 个季度中美信公司的净现金流不断高涨，正如表 5.8 中显示的那样上升了 16.6%。华尔街分析师因为公司这个特别的优势而推荐美信公司，但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们注意到当营运现金流产生的税收收益消失后，净现金流在不久的将来会恶化。所以根据现金流为股票定价的投资者可能会亲眼见证股票价格的膨胀而其经营活动却没有实质的增加，他们最终将会卖出这只股票。

表 5.8 税收优惠带来的收益虚增了美信公司的净现金流：从 2003 年 6 月季度至 2005 年 3 月季度*

季度结束	2005 年 3 月	2004 年 12 月	2004 年 9 月	2004 年 6 月
营运现金流（OCF）	$170.2	$153.1	$208.0	$177.9
优先认股权产生的税收优惠	$29.4	$34.1	$23.8	$39.8
资本支出	($13.8)	($31.4)	($66.3)	($68.9)
净现金流	$156.4	$121.7	$141.7	$109.0
除去税收优惠后的净现金流	$127.0	$87.5	$118.1	$69.2

季度结束	2004 年 3 月	2003 年 12 月	2003 年 9 月	2003 年 6 月
营运现金流（OCF）	$189.7	$172.4	$155.5	$169.3
优先认股权产生的税收优惠	$36.5	$41.6	$34.6	$32.0
资本支出	($69.8)	($70.0)	($23.0)	($28.4)
净现金流	$119.9	$102.4	$132.5	$140.9
除去税收优惠后的净现金流	$83.4	$60.8	$97.9	$108.9

*金额单位为百万美元，DSO 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

因此营运现金流只能根据其构成来理解，正如损益表中的净利润需要根据其每一栏项目来分析一样。更多投资者做了后者，而忽略了前者。类似地，更多投资者更关心净收益，即收入中有多少变成了净收益，而很少关心营运现金流净值（收入转为营运现金流的百分比），其实二者都很重要。

营运现金流净值

营运现金流净值非常重要，可以帮助决定收入的多少转为现金流，因为它比盈余能更好地反映公司的优势所在。以滚动计算的 12 个月营运现金流净值为基础并作为衡量的标准，如果它开始下滑，要查明这是短期还是永久性的。之后则可以判断是否存在问题，并且知道如何避免。

更少见且更乐观的情况会在那些不以短期方法增长营运现金流净值的公司中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现，如果投资者能够以一个更有吸引力的价格购买股票，这是获利的绝佳机会。表 5.9 表明在 2011 年 9 月 24 日结束季度的 3 年中，苹果公司在营运现金流净值上表现出稳步的上升。

表 5.9　苹果公司极好的营运现金流：从 2008 年 12 月季度至 2011 年 9 月季度*

季度结束	2011 年 9 月	2011 年 6 月	2011 年 3 月	2010 年 12 月	2010 年 9 月	2010 年 6 月	2010 年 3 月	2009 年 12 月	2009 年 9 月	2009 年 6 月	2009 年 3 月	2008 年 12 月
收入	$28	$29	$25	$27	$20	$16	$13	$16	$12	$10	$9	$12
OCF	$10	$11	$6	$10	$6	$5	$2	$6	$3	$2	$1	$4
12 个月 OCF 占 12 个月收入的百分比	34%	32%	30%	28%	28%	28%	26%	24%	23%	25%	23%	—
环比变化	7.0%	6.9%	7.1%	(0.3%)	2.2%	7.1%	8.4%	4.1%	7.9%	6%	—	—
12 个月（净收益+折旧与摊销）占 12 个月收入的百分比	26%	25%	24%	23%	23%	23%	23%	21%	21%	20%	19%	—
环比变化	2.7%	5.1%	1.8%	1.0%	0.4%	2.0%	5.3%	3.0%	3.0%	6.2%	—	—

*金额单位为百万美元，DSO 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

苹果公司在过去 12 个月中营运现金流净值上的环比变动是极好的，但是话说回来，你也许会担心苹果公司的营运现金流是由过度添加的股权薪酬和营运资金的变动而影响的。然而我们用过去 12 个月的（净收益+折旧与摊销）/收入这个指标观察到计算结果稳定地保持了一致性，这说明其中没有激进的人为操作。

这 3 年来不论如何计算，苹果公司都从收入的每一美元获取了更多的营运现金流，投资者能够从这台高效的现金创造机器持续获利也就不足为奇了。

营运现金流与净收益差值

观察营运现金流和净收益之间关系的方法不仅仅是百分数，你要确保已经明白了，而另一种方法是追踪绝对值。理论上，我们希望可以看到营运现金流始终超出净收益。我们需要同比比较这一项，并除去业务季节性的影响。我们在寻找发展动态，今年营运现金流减去净收益的差值比去年更差吗？过去 4～6 个季度的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同比发展趋势如何？如果一家公司坚持公布这些数据，那么我们可以发现其同比发展趋势。

约翰在2004年12月给客户的报告中表达了对华瑞集团（现为私人企业）营运现金流和净收益之间差值的担忧：

> “华瑞集团的营运现金流在2004年9月季度降至负数，而公司的净收益环比增长15.5%，同比增长45.4%。表5.10阐明了过去6个季度中与净收益的420万美元相比，营运现金流总计为负36.3万美元，造成营运现金流对净收益450万美元的赤字。
>
> 之前，当公司营运现金流为负时，净收益也随之下降。然而从2003年9月季度到现在的每一个季度，当现金流降至负数区域时净收益却无规律地变化。即没有呈现出稳定的一致性，这便造成了盈余质量问题。
>
> 营运现金流赤字很大程度是由营运资本项目驱使的，如存货和应收账款。未来的现金流也可能会受到负面影响，华瑞集团拖延至今的应付账款也需要支付。公司在2004年从应付账款中创造了61.6万美元的现金流，在最近一个季度创造了22.4万美元。相比之下，去年创造了66.9万美元的现金流。但是拖延的应付账款只是短期融资的一种形式而已，这种方法不能永久持续。不论它能给今天的现金流带来何种收益，未来都会出现逆转形式，而产生不利情况。”

2004年12月15日，华瑞集团以$8.05价格交易。6个星期后，股票价格为$6.55。现金流问题成为被报告的负面因素之一，其他不利的因素立即随之而来（表5.10）。

表5.10　华瑞集团的营运现金流落后于其净收入：从2003年6月季度至2004年9月季度*

季度结束	2004年9月	2004年6月	2004年3月	2003年12月	2003年9月	2003年6月
营运现金流（OCF）	($1,216)	$1,475	($1,244)	$1,065	($494)	$51
净收入（NI）	$1,051	$910	$185	$486	$723	$795
OCF-NI	($2,267)	$565	($1,429)	$579	($1,217)	($744)
NI占营运现金流的百分比	(86%)	62%	(15%)	46%	(146%)	1,559%

*金额单位为百万美元，DSO单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

2005年2月，约翰提醒客户美国奥维公司的营运现金流远远滞后于净收益：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“正如表 5.11 所示，在过去 6 个季度中有 4 个季度奥维公司的季度营运现金流滞后于报告期的净收益。在我们看来，这是不良盈余质量的标志。截止到 2004 年 12 月，只有最近的两个季度公司看似渡过了难关，净收益开始为正，创造了 280 万美元的盈利。然而与此同时，同期营运现金流为负的 1 920 万美元，12 月份季度导致不良营运现金流的最主要因素是应收账款的大量增加。”

最终，奥维公司的股票下跌超过了 99%（不用再多说）。

我们的最后例子来自约翰在 2005 年 2 月份的报告，即个人护理用品公司海伦尔赛的案例，公司平淡无奇的营运现金流显示出不良的盈余质量。

海伦尔赛公司的营运现金流转为负数，即便当时其净收益增加，也足以显示不良盈余质量。净收益在 11 月份从去年同期的 2 510 万美元增加到 3 110 万美元；同时，营运现金流从去年同期的 1 290 万美元下降到负的 110 万美元。结果是 2004 年 11 月份营运现金流与净收益的比率为–3.5%，去年同期为 51.3%（表 5.11）。

表 5.11　奥维公司营运现金流落后于其净收入：从 2003 年 6 月季度至 2004 年 12 月季度*

季度结束	2004 年 12 月	2004 年 9 月	2004 年 6 月	2004 年 3 月	2003 年 12 月	2003 年 9 月
营运现金流（OCF）	($1,904)	($14,463)	($186)	($15,548)	($19,351)	($12,717)
净收入（NI）	$1,866	$975	($737)	($5,738)	($9,387)	($13,989)
OCF-NI	($3,770)	($15,420)	($551)	($9,810)	($9,964)	$1,272

*金额单位为百万美元，DSO 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

表 5.12 的结果以同比基础说明季节性问题。如表所示，营运现金流在过去 3 个季度中每个季度都相当程度地下降，这种恶化情况的关键原因是存货和应收账款的大幅增加，以及应计费用的增加。

所以海伦尔赛公司不再那么美了。

尽管营运现金流减去净收益的差值，以及营运现金流与净收益的比值是人们都熟悉的公式，但我们将其变成你以前从未见过的指标，这是本书的独到之处。

息税折旧摊销前利润（EBITDA）

EBITDA 在财经报道和公司新闻稿中经常出现，有时更是被草率地当做“现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金流”，甚至是“净现金流”（哎呀，实在是）。它是损益表中的营运收入（EBIT）加上折旧与摊销并忽略其下的所有内容，如利息和税费。加回折旧与摊销是有意义的，但是税费和利息却是明显的费用。直接忽略可能会存在问题，所以调整后的 EBITDA 和其他表述方式都不是真正的现金流。

关于定义 EBITDA 的陈词滥调是“扣除不利因素前的盈利”，这无法解释营运资金变动，而这种变动是理解公司业务方向和观察危险信号的关键；另外，EBITDA 有两个值得关注的问题，即加回折旧与摊销。EBITDA 假定固定资产不会被替代，而且忽略利息费用或利润税费，以及公司如何融资的问题。

后者指出使用像 EBITDA 或其他衍生指标，如 EBIT 和 EBITDA（息税折旧及租金前利润）是我们需要留心的地方。像汤姆这样的价值投资者通常会使用公司资产/EBITDA 的倍数评估一家公司，因为公司股权的购买者，通常是私募股权公司会利用这种倍数来判断如果融资负债购买这家公司股票能够获取多少收益。如果私募股权公司增加杠杆进行这样的操作，通常意味公司的利息被扣减或利于买价的税务负担的转变。如果公司现金流的制造能力能够使其承担得起债务支付的话，这对于买家来说就是个绝好的消息。对于这些购买者，正是由于其知道将如何调整目标公司的资本结构，所以 EBITDA 正好就适用于这个目的，EV/EBITDA 倍数能够帮助多头投资者评估投资的安全系数和收购的潜在回报（表 5.12）。

如果一家公司的收益通过并购快速的增长，那么基于其 EBITDA 的分析就是有用的。在这种少见的案例中并购公司有持续优良的未来回报和投入比，此时 EBITDA 是一个合理的衡量指标，直到其净现金流稳定的增长。

对多头来说，上述两个利用 EBITDA 判别公司成长的方法是有效的；相反，空头应该知道管理者同样可以利用 EBITDA 来模糊或操控真实的现金增长情况。

表 5.12　海伦尔赛公司营运现金流落后于其净收入：从 2003 年第 4 季度至 2005 年第 3 季度的季度同比*

季　度	2005 年第 3 季度	2004 年第 3 季度	2005 年第 2 季度	2004 年第 2 季度	2005 年第 1 季度	2004 年第 1 季度	2004 年第 4 季度	2003 年第 4 季度
营运现金流（OCF）	($1,091)	$12,864	($19,277)	$1,617	$140	($13,031)	$75,763	$47,012
净收入（NI）	$31,135	$25,062	$18,848	$13,098	$14,483	$14,844	$7,518	$6,458
OCF-NI	($32,226)	($12,198)	($38,125)	($11,481)	($14,343)	($27,875)	$67,245	$40,554

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

季　度	2005 年第 3 季度	2004 年第 3 季度	2005 年第 2 季度	2004 年第 2 季度	2005 年第 1 季度	2004 年第 1 季度	2004 年第 4 季度	2003 年第 4 季度
OCF 占 NI 的百分比	(3.5%)	51.3%	(102.3%)	12.3%	1.0%	(87.8%)	994.5%	728.0%

*金额单位为百万美元，DSO 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

过去 12 个月的 EBITDA 净值与过去 12 个月的营运现金流净值之差

追踪 EBITDA 净值与营运现金流净值的差值能够说明其中可能存在的操控行为，相比营运现金流与净收益之差这是一个更好的指标。因为这样的计算可以更清楚地知道公司是否在损益表中拉动杠杆来使得 EBITDA 有更多的增长，我们利用滚动计算的 12 个月的数值来消除波动。要注意我们关注的不是差异的绝对值，而是趋势，即这种差异是否在显著扩大。公司通常，但并不总是会比营运现金流创造更多的 EBITDA，因为它更能模糊营运资本存在的问题。

差值的绝对值不能说明问题，即使在同一个行业，对一家公司它可能是 5%，但是对于另一家公司可能是 10%。差值的趋势才是最重要的，如果过去 12 个月的 EBITDA 净值扩大了，但是没有转变成现金流，那么这种差异便会增加。即二者差值会增大，这才是令人担忧的。这是一种警告，说明为了使损益表看起来更好，一些操控行为已经开始，但是并没有现金流入。表 5.13 表明运动服零售商安德玛公司截止到 2011 年 9 月的 8 个季度，这个差值扩大了。

许多因素都可以引起这种差值的扩大，可能是销售渠道被阻塞，以及公司转置了准备金或高估了自身的毛利率或操控了营运成本使利润看起来更好。而事实上当这种差值扩大时，利润的提高是低质量的，我们追踪了安德玛公司近 3 年的数据来说明问题。

表 5.13　安德玛公司扩大的 EBITDA 利润率-OCF 利润率的差值：从 2009 年 12 月季度至 2011 年 9 月季度

季度结束	2011 年 9 月	2011 年 6 月	2011 年 3 月	2010 年 12 月	2010 年 9 月	2010 年 6 月	2010 年 3 月	2009 年 12 月
12 个月的 EBITDA 利润率	12.9%	12.7%	13.3%	13.5%	13.7%	13.4%	13.5%	13.3%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

季度结束	2011 年 9 月	2011 年 6 月	2011 年 3 月	2010 年 12 月	2010 年 9 月	2010 年 6 月	2010 年 3 月	2009 年 12 月
12 个月的 OCF 利润率	(3.2%)	(1.7%)	(2.1%)	4.7%	6.2%	10.7%	12.3%	13.9%
12 个月的 EBITDA 利润率 - 12 个月的 OCF 利润率	16.1%	14.5%	15.3%	8.8%	7.4%	2.7%	1.2%	(0.6%)

资料来源：美国证券交易委员会的文件

用著名的奈飞公司截止到 2011 年 9 月 30 日两年的情况来说明这个问题再清楚不过了。表 5.14 表明在每个季度末奈飞公司过去 12 个月的 EBITDA 平均净值基本上一致，而过去 12 个月的营运现金流平均净值却大幅下降，差值扩大了。当 EBITDA 超过现金流时，差值由负转为正。正如下一个例子 Jacobs Engineering 公司那样，这说明了低质量的盈余、现金流问题和公司正面临下降的市场需求，所有这些都体现在奈飞公司 2011 年 9 月 30 日结束的季度盈余报告中。奈飞公司的股票直线下滑，但是从图 5.2 中我们不难看出它还会一直下跌。

表 5.14 奈飞公司扩大的 EBITDA 利润率-OCF 利润率的差值：从 2009 年 12 月季度至 2011 年 9 月季度

季度结束	2011 年 9 月	2011 年 6 月	2011 年 3 月	2010 年 12 月	2010 年 9 月	2010 年 6 月	2010 年 3 月	2009 年 12 月
12 个月的 EBITDA 利润率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	14%	14%
环比变化	(21%)	(1%)	3%	1%	1%	3%	4%	—
年度同比变化	1%	3%	7%	9%	—	—	—	—
12 个月的 OCF 利润率	12%	13%	13%	13%	14%	17%	19%	19%
环比变化	(7%)	(3%)	3%	(10%)	(17%)	(10%)	(2%)	—
12 个月的 EBITDA 利润率 - 12 个月的 OCF 利润率	3%	2%	2%	2%	1%	(2%)	(5%)	(6%)

资料来源：美国证券交易委员会的文件

2011 年，约翰建议 Motley Fool 股票机构的成员关注 Jacobs Engineering 公司营运现金流的问题[3]。当时，这家公司包含之前我们讨论的所有营运现金流和净收益项目的问题。公司以应收账款周转天数和应收账款警告信息开始转移到营运现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金流与净收益差值分歧，以及 EBITDA 净值与营运现金流净值差值的波动，最后以营运资本问题收尾。这充分说明了一个恶化的现金转换循环，实在是让人眼花缭乱。

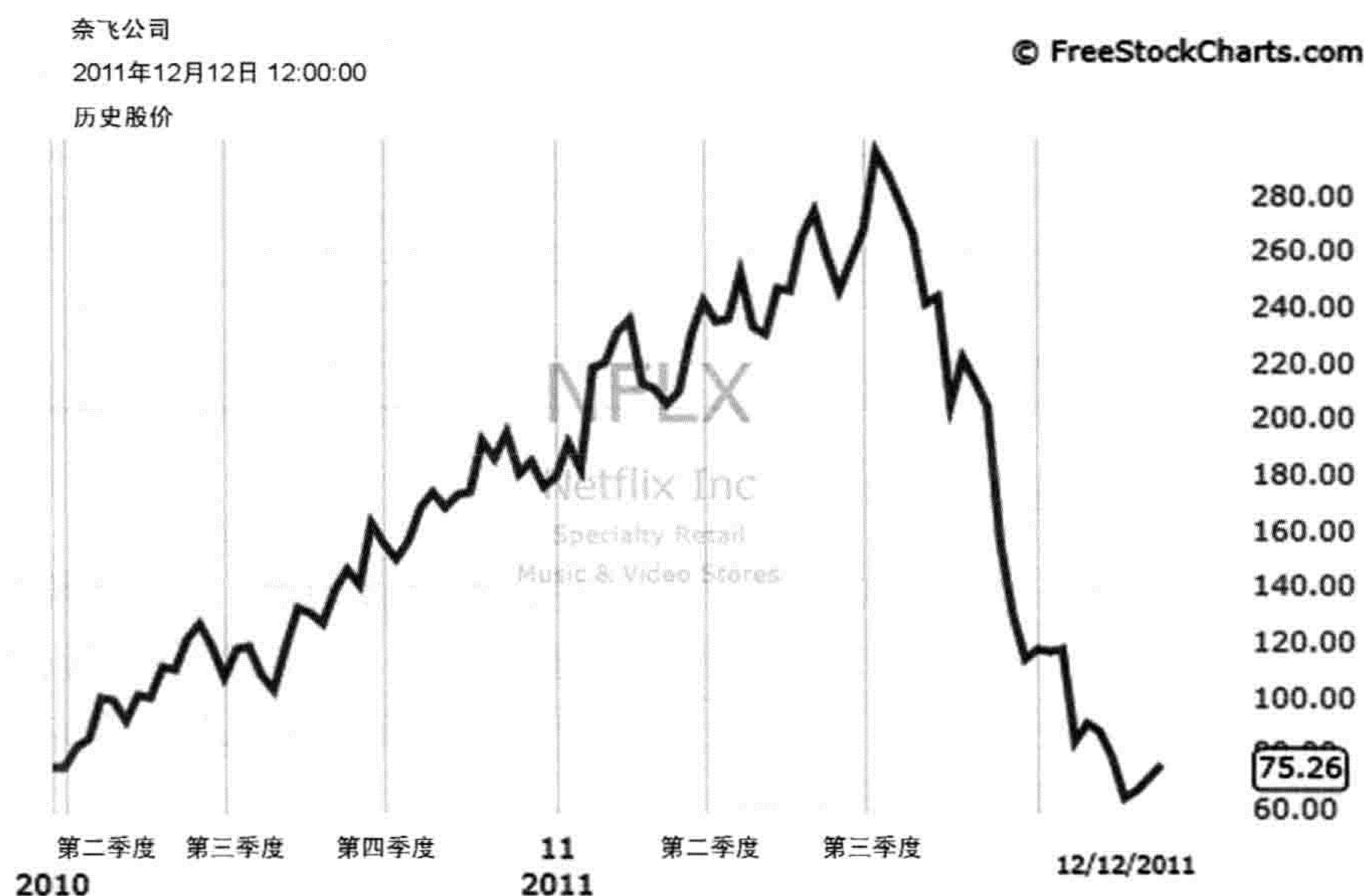


图 5.2　奈飞公司股票价格走势，2010 年 4 月至 2011 年 12 月 12 日

资料来源：www.freestockcharts.com，经过许可

Jacobs Engineering Group（JEC）的股票在我们的盈余质量模型中处于最低级别中，从以往经验来看，有最低盈余质量的公司远远滞后于有最高盈余质量的公司，在过去 10 年中每年落后 1 500 个基本点。

如表 5.15 所示，在 2011 年 4 月份结束的季度 JEC 带来了应收账款周转天数第 7 次连续同比增长；此外，应收账款周转天数达到了 3 年中最高的 71 天。

我们在该公司提供延长付款条款上的担忧与应收账款的可回收性无关，延长付款条款通常是激励客户当期支付而前置收入确认的一种方法，这种方法以长期可持续性为代价创造收入的短期增加。因为这种方法产生一个收入“缺口”，新的季度 JEC 必须通过一个新的客户来填满这个缺口以拉动当期收入。当然为了拉入这个新的客户，JEC 可能使用了更优惠的激励政策而再次牺牲未来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.15 Jacobs Engineering 公司增长的 DSO：从 2009 年 4 月季度至 2011 年 4 月季度

季度结束	2011 年 4 月	2011 年 1 月	2010 年 10 月	2010 年 7 月	2010 年 4 月	2010 年 1 月	2009 年 10 月	2009 年 7 月	2009 年 4 月
DSO*	71	63	65	60	60	57	58	56	53
环比变化	13%	(3%)	7%	1%	5%	(1%)	4%	4%	3%
年度同比变化	18%	10%	12%	9%	12%	10%	4%	—	—
4 季度平均 DSO*	65	62	61	59	58	56	55	54	—
环比变化	4%	2%	3%	2%	3%	2%	1%	N/A	N/A
应收账款占收入的百分比	78%	69%	71%	66%	66%	63%	63%	61%	58%

*DSO 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

除此之外，JEC 还暴露了公司未开具发票的应收账款的增长。未开具发票的应收账款（A/R）同比增长 14.3%，而收入下降 1.1%。未开具发票的应收账款的增加可能预示激进的收入确认，因为公司的管理者自行决定收入确认和完工百分比法带来的盈利，如第 2 章所说的那样。

在我们看来，当公司产品需求变弱时管理者会提供延期支付条款而加速收入确认；否则没有其他动机用前置收入来增加短期成果。实际上，管理者以市场的不确定性为借口，模糊了在电话会议上的指导。

在 4 月份季度之前，营运现金流与净收益的差值已经在 4 个连续期间内同比下降。这是不良盈余质量的另一个标志，因为这意味着损益表中报告的净收益没有引起相应数额的现金流。在最近的季度中它仍保持着疲弱的态势，相对净收益来说现金流短缺。尽管存在季节性影响，但是日积月累，公司在过去一年中都存在短缺问题。

最后，表 5.16 揭露了过去 12 个月 EBITDA 平均净值与过去 12 个月营运现金流平均净值的差值已经扩大到 5%，达到 3 年来的最高水平。营业利润保持稳定，而营运现金流净值收缩，结果就是损益表产生的利润已经越来越少地转换成现金流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.16 Jacobs Engineering 公司扩大的 EBITDA 利润率-OCF 利润率的差值：从 2010 年 4 月季度至 2011 年 4 月季度*

季度结束	2011 年 4 月	2011 年 1 月	2010 年 10 月	2010 年 7 月	2010 年 4 月
12 个月的 EBITDA 利润率	6%	6%	6%	6%	6%
12 个月的 EBITDA	$153	$150	$153	$140	$152
季度的 EBITDA	$155	$134	$204	$118	$144
12 个月的 OCF 利润率	2%	1%	2%	3%	4%
EBITDA 利润率-OCF 利润率	4%	5%	4%	3%	2%

*金额单位为百万美元，DSO 单位为天

资料来源：美国证券交易委员会的文件

在我们看来，EBITDA 并没有成为现金流的充足衡量指标主要是因为它无法解释营运资本的变动，而营运资本变动通常是管理者随着时间或在给定季度中进行扭曲的重要部分。

根据 JEC 电话会议的内容，我们也可以发现一个持续负面效应的趋势。公司 CEO 克雷格·马丁说：

> “我们坚信一旦你拥有了市场份额，你便把自己放在了稳健市场周期中的最好位置，所以我们当然愿意，也会牺牲自身利润来扩展我们的市场份额。事实上，这也是我们计划的一部分。在这样的下降市场周期中，我们的成本结构帮助我们窃取份额的一个方法就是我们有那些有效的成本优势。”

但是这种窃取市场份额的努力可能会缩小未来的利润，并且考虑需求前景还不太乐观，现金流可能会持续疲弱。

表 5.17 说明由于不良现金流度量指标，公司的现金转换周期一直在上升。并且达到 11 个季度以来最高的 28 天，完全超出了之前季度和年份的正常范围。

基于所有这些暴露 JEC 公司盈余质量问题的指标，公司在下一季度出现严重盈余问题就完全不足为奇了。JEC 的股票价格一路下滑了 38%，从每股$50 下跌到 2011 年 10 月最低点的$31。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.17 Jacobs Engineering 公司上升的现金转换周期：
从 2010 年 4 月季度至 2011 年 4 月季度

季度结束	2011 年 4 月	2011 年 1 月	2010 年 10 月	2010 年 7 月	2010 年 4 月
现金转换周期	58	50	50	49	47
环比变化	16%	(1%)	4%	3%	10%
年度同比变化	23%	17%	15%	16%	16%
4 季度的平均值	52	49	47	45	44
环比变化	6%	4%	4%	4%	4%

资料来源：美国证券交易委员会的文件

营运现金流问题现在占据了我们的整个视线，而在我们眼前还会看到一个幻影。那就是“现金”每股盈余产生的幻影，这又是本书另一个独到之处。

现金每股盈余幻象

现金每股盈余是净收益减去应计利润，应计利润是以下各项的变动。

（1）流动资产合计。

（2）负债总额。

（3）现金。

（4）证券投资。

（5）到期的长期负债总额。

（6）折旧与摊销。

如果净收益高于现金每股盈余，那么管理者已经创造了一个盈余幻象。许多时候公司发布报告的利润和盈余增长都是假象，它们都只是来自应计利润的变动而已。

现金每股盈余应该高于或等于公司报告的每股盈余。注意其走势，一两个季度并不能说明什么，但是一个明显的负向趋势可以说明问题，可以质疑管理者可能基于经验进行激进的估计以篡改数据。

考虑短期负债（如利息、税费、公用事业设施费和工资）在一个会计周期内持续出现，但是并没有发票或书面支付的要求。当编制当期财务报表时，这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债确认根据经验估计（基于之前的支付情况）；另外，遵循权责发生制的会计原则，类似这样基于估计的公司资产的增长（当然增长也可能持续出现）也应该不予考虑，然而管理者可以利用这些“经验”来满足自身需要。

若干季度以来，如果累计的报告每股盈余高于现金每股盈余，则预示不良的盈余质量；如果现金每股盈余为负，而报告的每股盈余为正，那么后者则全部来自于应计利润。这是一种低质量的利润来源，可能会成为永久性的问题。

回到 Jacobs Engineering 公司，表 5.18 表明该公司的盈余由应计利润驱使，现金每股盈余在给出的期间内累计为负。

表 5.18　Jacobs Engineering 公司累计为负的现金每股盈余：从 2010 年 4 月季度至 2011 年 4 月季度

季度结束	2011 年 4 月	2011 年 1 月	2010 年 10 月	2010 年 7 月	2010 年 4 月
现金每股盈余	($0.85)	$0.49	($0.82)	$0.00	($1.96)
环比变化	(274%)	(160%)	132,334%	(100%)	(221%)
年度同比变化	(57%)	(70%)	(1,219%)	(100%)	(10,761%)
OCF-净收入	($143.50)	$74.45	($116.21)	$99.98	($200.70)
环比变化	(293%)	(164%)	(216%)	(150%)	(220%)
年度同比变化率	(29%)	(56%)	330%	(46%)	81%
季度 OCF/季度净收入	(79%)	213%	(51%)	625%	(159%)
环比变化率	(137%)	518%	(108%)	(493%)	(148%)
年度同比变化率	(50%)	(36%)	(177%)	112%	9,029%

资料来源：美国证券交易委员会的文件

Jacobs 公司没有创造“真正的”每股盈余，而是一个严重的负盈余质量指标。

2011 年，约翰告知其 Parabolix Research Service 客户电子商务解决方案公司，即数据河公司的现金每股盈余也是不良盈余质量的指标：

“公司持续创造负的现金每股盈余，把应计费用的变动从报告的每股盈余中转移出去。与净收益相比，应计利润一直成为业绩的一个巨大动力，在数据河公司中它们是低盈余质量的来源。”

从 2008 年开始，持续到 2009 年第 1 季度的金融危机中公司的现金每股盈余一直为负，反弹也并不强。表 5.19 表明实质上 9 个季度累计的每股盈余以每股$2.11 超出现金每股盈余，这意味数据河公司的盈余质量很低。报告中的盈余更多由应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计利润创造，更像是幻象，而不是现实。

表 5.19 数据河公司公司累计为负的现金每股盈余：
从 2009 年 6 月季度至 2011 年 6 月季度

季度结束	累计	2011 年 6 月	2011 年 3 月	2010 年 12 月	2010 年 9 月
每股盈余-现金每股盈余	$2.11	($0.55)	($0.29)	$1.30	$0.93
环比变化		92%	(122%)	40%	(201%)
年度同比变化		(40%)	47%	138%	(37%)

季度结束	2010 年 6 月	2010 年 3 月	2009 年 12 月	2009 年 9 月	2009 年 6 月
每股盈余-现金每股盈余	($0.92)	($0.20)	$0.55	$1.49	($0.20)
环比变化	371%	(136%)	(63%)	(828%)	(94)
年度同比变化	349%	(104%)	—	—	—

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

最终，这个原因和其他一些因素让数据河公司尝到了苦果。公司在 2011 年 7 月 28 日发出警告信息后，相对标普指数 500 下跌 12%，公司股票在 8 月 26 日下跌 39%。

投资者可以结合从经营活动产生的现金信息和投资部分的现金信息来计算净现金流，这是另一个警告盈余质量问题的信息。

净现金流：经营活动和投资活动现金流的交点

财务领域有如下方法定义“净现金流”。

所有者收益=净收益+折旧与摊销-资本支出

“所有者收益”是巴菲特的公式，也被叫做“结构净现金流”。它既省略了所有其他对净收益的调整，也省略了营运资金变动。

真实净现金流=经营活动产生的净现金-资本支出

这是“真实的”，因为这是实实在在的现金情况，即便是管理者利用营运资金或许多不可持续项目进行了操控，它仍然是真实的。

公司净现金流=经营活动产生的净现金-（费用、税收、
营运资金变动和投资的变动）（表 5.20）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.20　Priceline 公司增长的净现金流收益率：从 2010 年 6 月季度至 2012 年 3 月季度

季度结束	2012 年 3 月	2011 年 12 月	2011 年 9 月	2011 年 6 月	2011 年 3 月	2010 年 12 月	2010 年 9 月	2010 年 6 月
12 个月的净现金流收益率	87.4%	86.0%	95.0%	87.5%	82.0%	69.7%	54.9%	56.2%
环比变化	1.6%	(9.5%)	8.6%	6.7%	17.6%	26.9%	(2.2)	—

资料来源：美国证券交易委员会的文件

这些是投资者为了利用净现金流达到选股目的可用的指标，尤其是价值投资者，为获得指定公司和行业的重要信息会利用不止一个指标。为了识别操控净现金流的方法，我们用真实净现金流作为例子，它由经营活动产生的现金和投资活动产生的资本支出的差值构成。

我们把真实净现金流占有收入的百分比，作为净现金流收益的分析工具。为了消除波动，就像前文计算营运现金流一样，我们计算了过去 12 个月的真实净现金流平均收益。表 5.20 说明，就像苹果公司有着健康增长的营运现金流净值一样，Priceline 公司的真实净现金流收益也是如此。它的真实净现金流收益在每个 4 季度都稳步上升，大量贡献于公司数亿美元的收入增长之中。

来看看反面案例。我们转向约翰对海伦尔赛公司的报告，他看出了其中公司不良的净现金流质量：

> "海伦尔赛公司的真实净现金流（使用最简单的营运现金流与资本支出差值进行计算）在最近时期内一直惨淡不良。不良的营运现金流就像一个现金的排水管道一样，然而公司对 OXO 的并购付出了巨额成本。通常，我们需要调整资本支出来反映一次并购的现金支出，因为并购的全部收益在销售额和净收益中已经表达得非常明显了。但是并购的费用可不是这样清楚地表达。将海伦尔赛公司并购的资本支出计入其现金流，我们认为这才公平地体现了公司真实净现金流的情况——已经是持续为负了。截止到 2004 年 9 月结束的 9 个月中，净现金流为负的 30 210 万美元。表 5.21 说明了其最后 4 个季度中，每个季度与去年同期的比较情况。"

看到这家公司这么多显而易见的问题，可以公平地讲，海伦尔赛公司已经被打了太多响亮的耳光了。

好了，我们暂时放下对经营活动产生的现金和投资活动产生的现金之间的交互

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作用的分析，接下来我们去找出更小，但仍很重要的操纵投资和融资现金流的机会。

投资活动产生的现金流

现金流量表的下一个部分包括购入投资和卖出投资两个内容，最常见的是，它包括添置和销售的资产、厂房和设备，资本支出，并购和业务销售、购买和卖出股票债券，以及现金工具。

公司通常会操控添置固定资产和销售固定资产，或者固定资产“净额”（结合了二者）。同样，投资者需要查看其变化趋势。一家公司并不是以出售自身的固定资产为业务的。一家连锁餐馆可能会出售公司持有的店铺给加盟商，希望能够从中赚取更高的利润，名义上说是为了获取加盟费用。但是通过出售店铺获得的现金增加无法持续。更糟的是，如果公司面临现金危机，它可能就会以任一价格同时出售表现良好与表现不佳的公司店铺来获得现金（我们马上会看到 Steak'n Shake 连锁餐厅的例子）。如果公司拥有对其资产的净购买与或净出售，这就是一个从报表脚注中找出事实真相的线索。

增长资本支出和维修支出

投资活动产生的现金同样没有区分增长和维修资本支出，这对于评估现金真实情况是必要的。在一家经营情况良好的公司，管理者只会在能够产出足够资本的回报的资产上增加资本支出；同时他们会管理维修资本支出来保证现有业务处于良好状态——不是推迟当前运营的维修或更新。仅仅是资本支出的数字不足以告诉投资者管理者花了多少公司资金在增长或维修上，也不能告诉投资者管理者在这上面的花费起到了多么好的作用（表 5.21）。

表 5.21　海伦尔赛公司负增长的净现金流：
从 2003 年第 4 季度至 2005 年第 3 季度的年度同比*

季　度	2005 年第 3 季度	2004 年第 3 季度	2005 年第 2 季度	2004 年第 2 季度	2005 年第 1 季度	2004 年第 1 季度	2004 年第 4 季度	2003 年第 4 季度
营运现金流	($1,091)	($12,864)	($19,277)	($1,617)	$140	($13,031)	$75,763	$47,012
资本支出	$13,822	$53,794	$266,339	$3,286	$2,408	$1,719	($44,994)	$5,246
净现金流	($14,913)	($40,930)	($285,616)	($1,669)	($2,268)	$11,312	$120,157	$41,766

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司很少给出增长和维修资本支出。投资者通常利用折旧与摊销作为维修支出的替代，但是这是否管用取决于公司业务和折旧与摊销在其设备上的作用如何（我们在第 4 章中用阿卡迈公司存在问题的折旧与摊销例子解释了这个问题的重要性）。但是即便知道了维修资本支出也不能知道管理者是否正在尽力为其设备寻找好的买家——如果一个买家出现并支付了很好的费用，这对于股东来说当然是有利的，但公司没能出售且又推迟维护就可能会引起更多的问题。简单地说，如果你维修自己的车，那么它就能用得更长久些；如果推迟维修保养，那么你很有可能在高速公路上半路抛锚。

资本支出的增长或维修支出的增长，是好是坏并没有专门的规则。增长资本支出可能会是一个不良投资，造成低质量的现金流。它也可能会是资本的高效利用，进而获得高回报；同时，低维修资本支出可能是正确的（像 DQ 那样的餐厅几乎不需要更新），也可能是扭曲了公司当期真实现金流的诡计（推迟维修资本支出，提高了当前的现金流和净收益，但之后还是要支付（降低了现金流与净收益）。

让我们在实际情况中看看这些概念。2008 年，一个最先由萨达尔 • 比格拉里领导，而后由一家小型连锁餐厅 Western Sizzlin 的 CEO 领导的股东团队掌控了具有行业标志性的 Steak'n Shake 连锁餐厅，并成为了其新的 CEO。表 5.22 表明在控制权改变的前两年，连锁店经历了急剧的扩张——从增长资本支出就可以看出——同时负的净现金流业预示着他们正向着世界末日的窗口长驱直入。如果不是通过胡乱的餐厅出售和回租处理产生的现金维持，公司早就走向破产了。

表 5.22 Steak'n Shake 连锁餐厅下滑的净现金流：从 2006 年 7 月季度至 2008 年 4 月季度*

季度结束	2008 年 4 月	2007 年 12 月	2007 年 9 月	2007 年 7 月	2007 年 4 月	2006 年 12 月	2006 年 9 月	2006 年 7 月
折旧与摊销	$10.4	$7.6	$5.5	$7.5	$9.8	$7.2	$5.7	$6.8
资本支出	$10.5	$13.4	$12.5	$14.8	$17.7	$23.7	$15.0	$17.9
资本支出的增长	$0.1	$5.8	$7.0	$7.3	$7.9	$16.5	$9.3	$11.1
净现金流	($3.8)	($6.2)	($5.5)	$2.0	($15.1)	($6.6)	$2.2	($5.1)
现金及短期投资	$1.6	$2.0	$1.5	$3.9	$2.3	$5.2	$4.8	$3.8

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

新的管理者看到了在 Steakburger 存在的问题，在 2008 年第 2 个财务季度开始减少增长资本支出到零。表 5.23 表明了自从 2008 年 6 月比格拉里开始做 CEO

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之后，公司持续减少了过剩的资本支出和维修资本。支出呈赤字的趋势，这显著增加了净现金流和现金。

表 5.23 Steak'n Shake 连锁餐厅的净现金流和现金的转变：
从 2008 年 7 月季度至 2010 年 4 月季度*

季　度	2010 年 4 月	2009 年 12 月	2009 年 9 月	2009 年 7 月	2009 年 4 月	2008 年 12 月	2008 年 9 月	2008 年 7 月
折旧与摊销	$8.9	$6.9	$7.3	$6.9	$9.5	$7.4	$8.9	$7.8
资本支出	$1.6	$3.1	$2.6	$0.5	$0.6	$2.0	$1.6	$4.7
维修资本赤字	($7.3)	($3.8)	($4.7)	($6.4)	($8.9)	($5.4)	($7.3)	($3.1)
净现金流	$9.8	$16.6	$8.6	$14.8	$9.6	$13.6	($2.0)	$5.0
现金及短期投资	$81.0	$71.4	$54.4	$37.8	$35.0	$25.6	$6.9	$1.6

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

最初，投资者认为这只是暂时的，认为管理者只是为了把资产负债表从危险的边缘拉回来。当他们觉得似乎没有必要再挽救公司之后，投资者在连续几个年度的股东会议上质疑管理者的资本支出决策。比格拉里在财务年度 2011 年提出了一个比以往要高的资本支出预算，1 000 万美元——仍旧是很低的。这个有雄心的 CEO 并不是为了粉饰其现金流才保持低资本支出，他只是做出了一个理性的决策，为保证期望的资本回报率而不再花更多的钱在低回报的资产上。随着公司在结构上的转变，新命名的比格拉里控股公司可以在 Steak'n Shake 可赚取最高收益的地方投资超额现金，无论是在更多的餐厅还是其他地方上。

再说一次，资本支出的增长或维修支出的增长的数额或分配没有什么规则可言。关键问题是要确保资金没有被浪费，仔细查看支出增长的每一个部分是这个步骤的关键所在。

并购

花费在并购上的现金是作为投资活动产生的现金部分出现在现金流量表中的。浏览和分析并购部分是很简单的，但是当公司具有高度意愿并购存货时，则可能操控净现金流。

当一家公司进行一次并购时，这是投资现金流的流出，但是清算并购所得的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存货和应收账款的回收则是营运现金流的流入。这些都是一次性事件，但是具有高度并购意愿的公司可以重复这种行为直到自己停止，之后突然间真实且可持续的营运现金流就出现了——这几乎总是让人开心。公司“购买”这种增长，直到它无法再买入更多。连续地并购大户可以利用并购来模糊真实的盈余和现金流能力，直到停止并购。

投资者在计算净现金流时通常会忽略并购，并购时，即现金的确没有花在正在进行的业务上，这就引出了这样的问题，即管理者是为了获取更高的回报而进行了资本配置吗？詹姆斯·蒙蒂尔引用了 2008 年毕马威会计事务所的一个研究，研究结果表明 93%的经理认为他们的并购行为（M&A）增加了股东的财富，但是实际上只有不足 30%的交易做到了[4]。这说明如果管理者不能向投资者确保并购是可以“增值的”——甚至无法达到增长要求的基本标准——那我们最好要加小心了。这对那些由于缺乏软件技术而并购的公司尤其准确，他们不仅面临下降的平均销售价格（ASPs），而且最终还面临着市场份额增长的瓶颈。

思科系统给我们提供了一个很有用的例子，表 5.24 所示为思科公司一直是一个连续的并购巨头，尤其从 2005 年到 2010 年年底。

表 5.24　思科公司在并购上滥用现金：从 2005 年至 2011 年*

财年	2005 年 7 月 30 日	2006 年 7 月 29 日	2007 年 7 月 28 日	2008 年 7 月 26 日	2009 年 7 月 25 日	2010 年 7 月 31 日	2011 年 7 月 31 日
净收入	5,741.0	5,580.0	7,333.0	8,052.0	6,134.0	7,767.0	6,490.0
经营产生的现金	7,568.0	7,899.0	10,104.0	12,089.0	9,897.0	10,173.0	10,079.0
资本支出	(692.0)	(772.0)	(1,251.0)	(1,268.0)	(1,005.0)	(1,008.0)	(1,174.0)
并购费用	(945.0)	(5,424.0)	(3,684.0)	(398.0)	(426.0)	(5,279.0)	(266.0)
在市场和股票上的投资	4,145.0	(3,438.0)	(3,256.0)	(2,510.0)	(8,489.0)	(5,772.0)	—
其他投资活动	106.0	(10.0)	(151.0)	(17.0)	(39.0)	128.0	22.0
投资产生的现金	2,614.0	(9,644.0)	(8,342.0)	(4,193.0)	(9,959.0)	(11,931.0)	(2,934.0)

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

2005 年—2011 年思科公司在并购上花费了 155 亿美元，然而其净收益只增长了 7.41 亿美元，只有并购费用的 4.8%。在此基础上，我们可以稳妥地说投资并没有取得成功。所以当先验地明白不可能知道未来回报如何时，为什么投资者不应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该从净现金流中扣除部分或全部并购的花费？

思科的连续并购几乎让投资者不可能判断其真实的盈余能力，回看历史，公司只有在2003年1月25日结束的第2季度，已经超过8年没有进行并购。在2011年7月31日结束的第4个财务季度，公司宣布重组费用为7.7亿美元，然而紧接着其第1次重组之后的季度又开始了并购的脚步。

思科公司的股票在2003年1月24日以$13.86收盘，差不多9年之后。即在2011年11月7日，加上微薄的股息达到$18.01，那数以亿计的美元中股东的财富到哪里去了？

并购可以掩盖增长下降的情况，在思科公司的案例中投资者在其技术崩溃之前就已经有了充足的警示信息。公司那时很难运行下去，也未能成功做到，即便其股价上涨。

这里易虹软件公司也为我们提供了一个例子，约翰在2005年给客户的报告中提到了对该公司的并购策略及负的净现金流问题的担忧（这个报告部分出现在第4章，表明易虹公司的并购没有为有形资产账面价值的增加带来任何意义）。约翰观察到并购带来了收入、盈余和营运现金流的增加，但是并没有为股东带来价值，而只为易虹公司的管理者带来了大量财富。他这样写道：

> “对于并购，我们第2大忧患就是他们大量消耗公司的净现金流。尽管并购的收益也增加了营运现金流，但为并购而实际支付的成本却远远超过收益。结果如表5.25所示，我们调整净现金流来反映资本支出和为并购支付的现金，以获取并购收益与成本更真实的情况。”

表 5.25　易虹软件公司的净现金流被并购所耗尽：从2003年9月季度至2005年6月季度*

季度结束	2005年6月	2005年3月	2004年12月	2004年9月
营运现金流	$14.7	$27.6	$38.0	$23.0
资本支出	$23.9	$3.0	$3.9	$3.9
并购费用	$44.9	$12.8	$0.7	$0.4
净现金流	($54.1)	$11.8	$33.8	$18.7
12个月累计的营运现金流	$103.3	$101.0	$96.1	$87.8
12个月累计的净现金流	$10.3	$67.4	($32.5)	($37.9)
季度结束	**2004年6月**	**2004年3月**	**2003年12月**	**2003年9月**
营运现金流	$12.3	$22.8	$29.7	$15.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

季度结束	2005 年 6 月	2005 年 3 月	2004 年 12 月	2004 年 9 月
资本支出	$7.5	$16.6	$1.3	$1.5
并购费用	$1.7	$94.3	$0.1	—
净现金流	$3.1	($88.1)	$28.4	$13.5
12 个月累计的营运现金流	$79.7	$77.5	$76.7	—
12 个月累计的净现金流	($43.2)	($42.0)	$65.2	—

*金额单位为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

当扣除并购所支付的现金后，其净现金流在 2 季度直线下滑。更重要的是，滚动计算的 12 个月的净现金流在过去 7 个周期中有 4 个周期均为负数。这些并购已经严重影响了易虹公司的现金创造能力，其经营绩效似乎不高。以提高公司增长速度为名义，另一次并购看起来总是必要的。随后公司又将为并购支付 5.7 亿美元，我们预期公司在净现金流上会进一步恶化。

连续并购者：做空，也可以做多

从多头角度来看，汤姆对具有高度并购意愿的公司十分谨慎。但是他也喜欢一些并购大师，即那些掌控资本分配并有成功的并购公司和获取资本高回报历史的公司。一个投资者一生中能投资到这样几个公司就是幸运的，即使在众多著名投资者中也只有沃伦·巴菲特和查理·芒格两个人是迄今为止为数不多的幸运儿（比格拉里控股公司的萨尔达·比格拉里差不多可以说是正在成为这样的幸运儿的人）。汤姆希望现金流没有融资的成分或有极低的成本，不论是债务利息，还是股票股息。这样公司在现金流上有极低的债务负担，清偿危机也不会危害公司和其股票，此时他就会想要以便宜的价格购买一个具有高度并购意愿的公司的股票。

虽然约翰同样担心具有高度并购意愿的公司，但是他在牛市中不会做空它们。尽管它们的盈余质量可能一团糟或难以解释，但却可以在信贷流动中维持很长时间。然而在熊市中公司获得资本的途径关闭了，公司突然无法发行股票，也更难获取债务融资。当一家公司处于清偿危机中时，脆弱的现金流便开始崩溃。所以对于一家有可疑盈余质量的公司来说，在牛市中应关注它并等到熊市中做空。

现在我们转向现金流量表的最后一个部分，即不易于操控，但却可以发现管理者误用股票回购的资本和股息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融资活动中产生的现金流量

融资活动产生的现金流量中最重要的是要看股票回购支付的现金和股息支付的现金。

硅谷的公司一直坚持认为如果不提供期权计划，则不能争取到稀缺和训练有素的技术人员或高管团队。我们不会在这一点上争辩，但是会专注于我们认为是错误的地方，即这些公司以任一价格回购股票的行为掩盖或粉饰了期权授权。

唯一站得住脚的回购是那些以股票内在价值折扣而购买公司股票，而股票的内在价值提供了高于任何其他投资的资本回报。这可能是公司在投机取巧，即当股票价格代表这种更高的价值时进行回购。然而根据回购的定义，由于期权或其他原因对股票数量要求的增加，因此公司必须回购（以任一价格），这不是刚才所说的投机取巧（当然可能为管理者和雇员提供了“投机机会”，但是不包括股东），表 5.26 所示的兰巴斯公司大致的实施行为。

表 5.26　尽管采取了股票回购，兰巴斯公司的股票数额还是增加了：2001 年—2010 年*

财年结束	2001 年 9 月	2002 年 9 月	2002 年 12 月（财年变化为 12 月）	2003 年 12 月	2004 年 12 月	2005 年 12 月
普通股发行	$10.8	$3.5	$3.2	$25.9	$45.1	$8.5
普通股回购	—	$23.9	($20.5)	($29.8)	($21.7)	($88.2)
加权平均后稀释的股票数额	106.0	102.1	101.0	106.5	108.5	103.5
财年结束时的股票价格	$7.36	$4.34	$6.71	$30.70	$23.00	$16.19
财年结束	2006 年 12 月	2007 年 12 月	2008 年 12 月	2009 年 12 月	2010 年 12 月	
普通股发行	$57.6	$11.8	$21.7	$20.7	$208.5	
普通股回购	($21.0)	—	($49.2)	—	($195.1)	
加权平均后稀释的股票数额	103.0	104.1	104.6	105.0	115.9	
财年结束时的股票价格	$18.93	$20.94	%15.92	$24.40	$20.48	
发行的股票价值						$403
回购的股票价值						$426
2001—2010 年间被稀释了的股票价格变化						+$9.9

*除了在表格第 1 列中特别指明外，所有的金额单位都为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001 年 9 月—2010 年年底超过 9 年的时间里，兰巴斯公司在股票增发和回购上共花费了 82.9 亿美元。即以 40.3 亿美元的股票增发稀释了股东，之后又用 42.6 亿美元现金通过股票回购来缓解这种过错。股东为这次支出付出了自己的财富，而得到的就是被稀释后的股票数量增加了 4 900 万美元。看似公司伸出了一只手，又收回了另一只，但是实际上公司抓住了二者。正如你所看到的那样，对于公司来说，股票的发行价格和回购价格没有太大区别。这样的运作更接近于一些人可能所说的，即从股东手中盗窃的行为。

如果这对于硅谷的公司是常事的话，那么投资于它们就是在赌博。这些公司没有一个安全边际，管理者为了员工的利益分配资本，股东被敲竹杠。

融资部分还可以说明公司是否利用负债来推动回购和支付股息，理性的投资者不仅仅关心公司现金或负债的数额，真正重要的是投资回报是可观的并要高于资本成本（当然债务要保证能被偿还，即使拥有安全边际的负债在信贷枯竭的时候也可能出现问题）。因此如果股票价格处于熊市的最低点且利率也下降至最低点，发行债券并回购股票。而不是投资也许是有意义的，但这非常少见。

然而发行债券来支付股息几乎没有任何意义，我们只有再次转向惠普公司，看一下增加债务来支付股息和回购股票的情况。

惠普公司用了所有的方法来掩盖真实的盈余，第 4 章说明其在并购和重组中不断使用重复的“一次性”费用，以蒙蔽投资者的眼睛。在过去 6 年中盈余能力下降，公司转向利用负债来推动回购和支付股息。这是不可持续的，详见表 5.27。

表 5.27 惠普公司利用负债来推动回购和支付股息，这是徒劳的：从 2006 年至 2011 年 7 月

	总和（除去净负债）	至 2011 年 7 月的过去 12 个月	2010	2009	2008	2007	2006
营运产生的现金流	$74.30	$13.4	$11.9	$13.4	$14.6	$9.6	$11.4
资本支出	($20.8)	$4.4	$4.1	$3.7	$3.0	$3.0	$2.5
并购费用	($31.8)	$4.4	$8.1	$10.4	$11.2	$6.8	$0.9
回购费用	($58.0)	$13.6	$11.0	$5.1	$9.6	$10.9	$7.8
分红	($4.8)	$0.8	$0.7	$0.8	$0.8	$0.8	$0.9
股票发行	($12.2)	$1.0	$2.6	$1.8	$3.1	$2.5	$1.2
考虑上述因素后的 OCF	($53.3)	$18.8	$19.8	$6.3	$21.6	$18.5	$9.6
净现金的变化	($24.0)	$12.8	$11.4	$2.5	$7.6	($3.3)	($11.2)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	总和（除去净负债）	至 2011 年 7 月的过去 12 个月	2010	2009	2008	2007	2006
净收入		$9.4	$8.8	$7.7	$8.3	$7.3	$6.2
稀释后的股票数额		2.194	2.372	2.437	2.567	2.716	2.852
稀释后的每股收益		$4.26	$3.69	$3.14	$3.25	$2.68	$2.18
不考虑回购的稀释后的每股收益		$3.30	$3.09	$2.70	$2.91	$2.56	—

*除了在每股收益（EPS）的统计，所有的金额单位都为百万美元

资料来源：美国证券交易委员会的文件

2006 年—2011 年 7 月，除去负债后的净现金额下滑到 240 亿美元，而 2009 年一年中净负债额的增长几乎都是花费在了股票回购上。

净现金额的下降，即 240 亿美元仅仅是花费在股票回购上 580 亿美元的 40%。而情况还在变得越来越糟。在同一时期，公司发行了 122 亿美元的股票——不论是源于期权还是并购。公司已经无法提供现金用于并购、股票发行费用（发行补贴或并购所需的资金）、股票回购和股息支付（前有狼后有虎，我的天），所以它只能增加负债达到 240 亿美元之多。

这样做对股东有什么好处？表面上看，惠普公司加倍了每股盈余。即收入增加了 41%，净收益增加 50%，营运现金流增加了 18%。这看起来似乎更高效，虽然公司必须削减成本。但是从此之后你会发现平平无奇的毛利率，净利润只是从 6.8%少量地提高到 7.3%，杠杆与非杠杆的净现金流收益下降。不算已经开始减少的股票发行，从现金到负债的变动中回购占了 40%。除非惠普公司奇迹地把自己变成一个明智的资本分配者，别说是明智的经商者了；否则股票回购和/或股息支付将会放缓或停止，其股票也必然下跌。

总结

投资者需要仔细检查现金流量表，营运资金的变动可能会使营运现金流比真实情况看起来更好。连续并购会模糊营运资金、营运现金流和真实的净现金流，而期权授权、期权税收收益，以及股票发行与回购可能都是蒙蔽真实股票数额和公司现金流的乌云。如果现金为王的话，那么投资者必须仔细分析现金流量表来判断它到底是真正的王，还是只是个傀儡而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2部分　避免巨额损失

◇ 第6章　应用于多空投资组合的多头策略
◇ 第7章　股价图：知道何时买入，何时卖掉
◇ 第8章　市场择时（揣测最佳时机）
◇ 第9章　为什么行得通：数字背后的数字

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章

应用于多空投资组合的多头策略

激烈的争辩：股票价格从不会错位吗 / 140
研究开始支持经验事实 / 141
5 个使你有效投资的共同特性 / 143
第 6 个特性：特殊情况/催化因素 / 156
王牌绝招：为什么是多空投资组合 / 157
结论 / 161

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与做空策略相匹配的最佳多头策略是什么？答案是运用以更多数据支持的有效特性指标，以“小盘股”为分析和投资对象的多头策略。本书的任务就是提出结合约翰和笔者想法的多空投资组合。

判断一只股票是否被称为具有深度投资价值、机会价值和主要价值，对于包括笔者在内的所有价值投资者都会分析5个重要特性中的至少一个，即低的市净率、低市盈率、内部购买模式、下降的股票价格和低市值，在布朗特威迪公司50份研究股票市场战略表现的报告中以上5个是运用最多的特性[1]。本章阐述这5个特性并进行调整，经验表明，使用我们的多空投资组合管理策略，它们会更有效地发挥作用。

但是在深入研究这些特性之前有两件重要事情要说明：一是对于你考虑使用上述特性分析而建立其股票多头的每家公司，必须首先通过本书中对盈余质量的测试。即是否有低的市净率和股价对现金流量比，这是研究确定的常见特性。公司必须表明自身没有使用激进的收入确认、激进的存货管理方法、人为地提高盈余，以及本书中提及的其他避开低盈余质量问题的方法。如果管理者不在表示好转潜力的数字上做手脚的话，即便其公司的一个艰难的转机也可能是（对笔者和其他人来说已经是）多头很好的利用价值。但是我们通篇的观点是盈余质量分析会决定你投资组合的风险管理决策，即是否长期或短期购买股票，还是仅仅避开这只股票；二是比任何数据更重要的是每个投资策略要发挥其最大效能都需要投资者自身具备某种决断的气质。对笔者来说，这个观点是始于价值投资者约翰·坦普尔顿先生：“如果你和其他人购买同样的股票，那么你将和其他人获得同样的收益。”[2] 我们都认为自己爱唱反调，而且在关键时刻会像那些历史上钦佩的人那样挺身而出，做出其他人不会做的事情。但是坦普尔顿、巴菲特和每个价值投资者都知道在策略发挥作用之前，特别是面临亏损或自己的策略悖于大众的时候，每个人自己就是自身投资成功道路上的最大障碍。没有耐心和钢铁般的意志力，一个价值投资者是不可能成功的。

当投资者们认为一个星期、一个月，甚至一年就算是“长期”时，那么我们所述意义上的耐心则非常短暂。但是谁又不想快速成功？大多数投资者现在都想伸手就得到利润这个糖果，就像孩子一样。所以在一个每个人都想要快速获得投资利润的世界，价值投资者独自立于一个延迟满足的世界里。

建立一个可持续和重复性的价值投资过程要花时间和耐心，尽管有最明显的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

催化剂，市场却几乎总是需要时间来印证我们的观点，而有的时候市场根本就不会像我们所想的那样表现。我们总是在问：“我的过程是对的吗？我的正确判断比错误的多吗？”我们也总是在琢磨如何改进整个过程来使其变得更好更完善。

遵循坦普尔顿的真理，而不是做别人都在做的事情需要特立独行。这就意味着投资者必须强烈相信其从惊慌失措的卖方手中冷静购买某只股票，并向狂热的买方冷静出售这些股票的投资过程是完全正确的。与确认偏误做斗争很困难，我们会认为“如果其他人也在做同一件事的话，我们这样做就是正确的”，以及我们的从众心理会有选择地过滤某些与大众相反、但可以证实我们立场正确的信息，这些都是人类的天性。不需要别人的肯定来行动，当周围的人都失去自我的时候仍然能够保持清醒。当别人都不认同你仍然知道自己所做的是正确的，做到这些需要一种特殊的气质。简单来说，当其他人都像避开腐肉那样避开一只股票时，活跃的价值投资者便开始感兴趣并随后将具有高度严密性的策略应用于整个投资过程之中。

笔者的多头投资策略需要耐心，要等待获取投资利润的催化剂产生作用之前的那段充满未知的时间，需要源源不断的意志力和进取心。没有这些，通过所有其他的因素做出的判断都只是一头热而已。

激烈的争辩：股票价格从不会错位吗

让人惊讶的是，直到现在才只有一些勇敢的投资者相信这个命题，即股票的错误定价会给勤奋的投资者损失更少而收益更多的机会。沃伦·巴菲特是当今这个命题无处不在被引用的例子（包括很多他自己不相信的事情）。更重要的是，即使现如今这个命题的观点被人们广泛接受，但也并不总是如此。伯克希尔·哈撒韦公司在奥马哈体育馆模召开的年会上，巴菲特的演讲及其观点并不总是能够吸引那些耳熟能详的人们。而在这之前这样的演说集会只能在伯克希尔·哈撒韦公司的会议室召开，再往前，巴菲特只是在家里的办公室中只身一人辛苦工作。

很少有人仍然记得巴菲特的老师和雇主本杰明·格雷厄姆，格雷厄姆和多德在 1934 年首次出版的《证券分析》及格雷厄姆在 1949 年的《聪明的投资者》开拓了价值投资的领域，他的公司 Graham-Newman 在过去几十年中每年产生了 20%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益。相比之下，现今达到每年 10%～15%的收益超过 5 年的投资者或投资经理就被认为是处在该领域的巅峰。

格雷厄姆在哥伦比亚商学院教授巴菲特课程，给了巴菲特唯一的 A+分数[3]。格雷厄姆及其公司给了巴菲特和其他像特威迪・布朗公司的汤姆・纳普这样的价值投资者（其后在其他投资领域取得了非凡的成就）实习的机会，在巴菲特为 Graham-Newman 公司工作的 60 年中为自己的投资基金和伯克希尔・哈撒韦公司创造了令人难以置信的回报，在其家乡奥马哈为其员工和股东创造了上亿的收益。

巴菲特通过自身管理在早年采用小盘股价值策略投资中赚得巨额现金，他一直坚持基本的格雷厄姆策略。当在 2011 年伯克希尔・哈撒韦公司年度股东大会发布会议中被问及其投资策略时，巴菲特还是回答“本杰明・格雷厄姆”。笔者听着起了鸡皮疙瘩（这需要多么坚强的意志力才能将自己的策略贯穿于投资生涯始终），笔者的多头投资策略对于任何时期不够耐心的投资者来说已经过时了。

研究开始支持经验事实

从 20 世纪 70 年代开始，通过使用更有效的数据和计算能力的研究者开始测试投资策略并分析数据。

那时与现在的结果都压倒性地支持小盘股价值的长期出色表现，位于结果分析研究首位的是投资公司特威迪・布朗。该公司历经 54 年，收集了全球范围内所有研究可用的股票表现来判断是否有成功的共同特性。特威迪・布朗公司不是仅仅选择付费工作来获取利润，而是具有许多用于免费与其他人分享的有效信息服务。

这样的研究及对价值投资策略的实证需要克服种种困难，在投资世界里大部分人都接受有效市场理论（EMT，即人们无法战胜市场，所以只能使用市场指数，尤金・法玛近几十年来放弃了部分观点。）和现代投资理论（MPT，即资产分配，定义资产类别之后进行机械调整实现多样化投资组合，马科维茨、夏普和米勒以此获得诺贝尔奖）[4]。这些知名人士的力量不仅通过自己的文章，还通过那些找工作的博士申请者一统学界长达几十年。

然而随着呼声不断增加，价值投资者开始考虑并严格审查一些数据。通过巴菲特和其他包括特威迪・布朗中的研究人士在内的 8 位投资经理人的记录，巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特于 1984 年在其母校哥伦比亚大学商学院做了一次突破性的演讲，即“格雷厄姆和多德维尔的超级投资者们”。他令人信服地驳斥了有效定价的论断，把它们等同于“地平说学会”。在今天难以想象，只有在最近十几年他才成为家喻户晓的人，而其投资策略也不再是一小部分人出于好奇的尝试。

同时尽管只有一少部分现实从业者已经明白几十年来股票的错误定价，但日益增长的计算能力和好奇心并不局限于占主导地位的观点和传统认知，这些价值投资的观点给那些创建了自己事业，以 EMT 和 MPT 获得诺贝尔奖的人创造了全新的和强有力的竞争。

或许最有效和最具开创性的测量 EMT 和 MPT 正确性的方法已经被经济学家理查德·萨勒和社会学家丹尼尔·卡尼曼（最终的诺贝尔获奖人）和阿莫斯·特沃斯基（当他还在世时与卡尼曼共享诺贝尔奖）有效提出，他们见证了其学科的结合在建立现代行为金融学的领域过程中引起的强烈的投资反响。

特威迪·布朗的研究展现了他们与约瑟夫·兰考尼肖科和其他许多人合作的开创性论文，数据支持了这样的观点。即确实在弗吉尼亚存在低效的股票定价，投资者可以利用这一点。特威迪·布朗的数据发现了本章开头列举的 5 个特性，这 5 个特性不仅仅是学术上的结论，它们在实务界同样有效。

这个简短的讨论涉及从 20 世纪 30 年代到如今的重要投资方法的争论，现在这个争论还涉及贾斯汀·福克斯《理性市场的神话》一书中阐述的以往从未出现过的观点[5]。特威迪·布朗的研究和福克斯的书对于非学界的投资者来说是两本独立的教材，他们不仅想知道股票价值被低估的因素是如何发挥作用的，还想知道价值为什么及如何从黑箱中被释放出来。福克斯的杰作展现出大卫克服种种困难，打败歌利亚①，之后特威迪·布朗从另一个角度实证了这样的观点，即通过理性和客观的数理统计优点证明一切。特威迪·布朗收集并分析了包括长达 54 年的数据，长短期投资时期的最佳月份及最差月份，以及许多其他变量，在各种策略中都针对当时的环境和其他统计失真进行了更正。

到目前为止深吸一口气，也许没有读者会质疑笔者并且能够回答这个问题：“股票被错误定价过吗？”，就像笔者给瑟伯和怀特的书《性是必要的吗？》定题

① 注：见《希伯来圣经/旧经圣经·撒母耳记上》歌利亚是一位非升士勇士，被年轻的大卫（未来的以色列国王击败）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样。

是的！

但是正如我们知道性是必要的，同样知道任何成功需要付诸实践也是必要的。我们正确分析小盘股是否被错误定价需要一个任何人都可以掌握、有原则和可重复的分析过程，这也是必要的。

5 个使你有效投资的共同特性

收集和分析 50 个研究，特威迪 • 布朗发现了如下 5 个使你成功投资的共同特性。

（1）低市净率，即价格与资产价值（账面价值）之比。

（2）低市盈率，即现金流、高股利收益率及低股息支付率。

（3）搭便车模式，包括公司股票回购。

（4）下降的股票价格，由于回归均值。

（5）低市值。

这些特性很少单独出现，选定的股票往往体现两个，甚至所有的这些特性。由于自身的经验和随后的研究使笔者运用这些特性指标的过程变得更特殊，你将会看到笔者采取了特威迪 • 布朗的每个元素；同时加入了一些我自己的元素。

低市净率，即价格与资产价值（有形资账面价值）之比

通过这个特性指标，我们会选择投资那些相对账面价值折价出售的股票，特威迪 • 布朗定义这些股票为“公司折价销售的自身资产”。如果资产被清算，股票以一个普通股股东可以接受的折价销售。

这些股票在今天很难找到，因为现今有更多的竞争存在。关于公司信息的很多数据都是可用的，几乎所有信息已经发现并被加以利用，使我们很难找到那些被错误定价的股票。网络可能是投资者最大的敌人，因为信息的低效性并不常见，错误定价更难发现。然而笔者称之为“最大的敌人”，是因为这些信息并不完全有效。随处可得的信息使我们产生了一种错觉，让我们认为更深层处理这些信息的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工作并不是必需的或获取有效信息的困难不会持续下去，但是这并不是真的。一次笔者有了一个看起来很有趣的想法，即不再关心来自于任何源头的信息。而是从头至尾地做自己的本职工作，获取最基本的来自公司本身的信息并加以分析。

有一件事情没有改变，即满足这一标准的股票通常表现出非常低的市值。从小盘股到微型股，市值低于 10 亿美元、2.5 亿美元，甚至更低。市场价值越小，股票交易几乎总是更少，流动性更低。这就意味着对于那些有更多钱的投资者购买这些错误定价并表现优异的股票就更难，因为相对其总投资资产规模，有时不可能分散他的资本来改变自己的投资目标。特别是那些现在缺乏投资方向的投资者要不断将投资分配到这些低流动性的股票，这是很难的。

毫无疑问，巴菲特已经指出没有很多钱是一个巨大的优势。他以 100 万美元为例，因为你可以利用这些市值更小且低流动性的股票获取收益，它们会提供更高的错误定价。随着巴菲特的伯克希尔•哈撒韦公司从一只微型股票成长为现在最高市值股票之一，每个月产出上亿的投资收益。巴菲特已经做出预告，他的公司年度收益率将会变低。耶鲁的传奇和捐赠经理人大卫•斯文森同意公司规模是绩效的敌人，这是从以自己成功的长期记录来看的[6]。让人觉得讽刺的是小型股价值投资的成功提高了持续这样收益的标准，即你做得越好就可以赚更多的钱，也就越不能再保持自己初期赚钱的效率。当然对我们大多数人来说，在“赚太多”之前，“你可以赚得不错”似乎已经相当足够了。

但是不要害怕你是否投资了很少或是很多，原理是不变的。如果你以一家公司有形资产尽可能多的折扣支付，则将会有一个安全边际。即便你是错误的，你也会损失更少一些。错误定价对于小型股来说可能性更大些，当然厉害的分析师在高市值的股票上也可以创造奇迹。小型股具有在艰难的转机中重获新生的潜力，而其他类型的股票却不行。你可以从像兼并、附带收益或破产重组这样的转折“催化剂”中获益，当然对于一个投资者来说，这样的催化剂不仅在小型股中难以发现，在所有的股票中也很难发现。

安全边际

“安全边际”这个词被价值投资领域随意抛弃而遗忘（包括笔者），它的意思是在某种情况下资产变得非常便宜。如果你购买了它们，另一个购买者将会花更高的价钱从你手里购买。由于资产特别便宜，因此只有当其价格再次低到几乎毫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无价值时才让会让你亏钱。然而往往在某个更高的价格下，某人将会支付更多从你手中拿走股票。不论这个人是否是激进的投资者（稍后详述）、私人股本公司或仅仅是独自在家中办公的开明且勤劳的投资者，就像 20 世纪 50 年代后期和 20 世纪 60 年代早期的巴菲特。这就是价值投资者指南背后的一部分，几乎任何股票都是以合适的价格买入的。

然而当然没有人能保证某人可能不会购买你持有的便宜股票，这就是它为什么是安全边际而不是绝对安全。股票的价格与公司资产现在的价格或者清算减值出售价格都没有关系。这就是为什么格雷厄姆利用应收账款和存货的价值乘以某个比例计算清算价值，而不是利用它们的全部价值计算。不仅如此，虽然以资产表面价值的折价购买应当可行，现实情况却是资产价值是一种变动的目标。如果一家公司正处于困难时期或者经济环境不再支持公司的发展，购买者通常不愿意再多付超过资产折价价值的哪怕一小部分。价值投资者想要因其承担的风险获得补偿，这是投资者耐心受到考验的时候。首先选择的公司必须有可使其存活下去的资产负债表，而且投资者必须等待股票价值回归和某种转折催化剂的出现等更多因素的逆转。

计算风险比率

笔者倾向于基于有形账面价值（可见到的“硬”资产）的公司，不论现金、商业房地产、农业用地，以及产品、贵金属、地下储油和天然气或像这样的东西。这些项目更容易估价，也更不容易失去价值，尽管这个价值在任何给定的时间点上有可能一瞬间被改变。

笔者所做的就是对不可知的未来价值确定一个概率范围，以此更容易决定为了便宜地购买这些资产必须支付多少，也更容易确定自己的下行风险和安全边际。按照我们的术语来说，这就是价值投资者所说的“期权性风险”。这也就是说你购买股票付出的成本很少，实际上就是获取了以低价购买在某一时刻价格提高（从异常的过低错误定价恢复到均值）的资产的权利。而你损失的仅仅是很少的成本（类似权利金），这就叫“期权性风险”。如果我们以风险潜在回报比率来表示，像是比赛的反向赔率。第 4 跑道上的老马 12:1 的概率可能输掉比赛，从它获取收益的几率就很低，12:1 对于我们来说意味着预估的下行风险 12 倍于上行风险。如果下行风险（安全边际）是 10%，我们估计有 120%的上行潜力。这就是一个绝佳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的期权性风险，但是找到这样的一个情况需要好运。笔者寻找的比率至少为 1:3，这样的风险回报比足以使笔者可能拥有好的收益，超过笔者随时间过去而随时可能承受的不良结果的补偿。

精确计算概率是不可能的，毫无疑问，因为即使硬资产也是没有绝对保证的（公司的任何资产都是这样，而让你股票价值能够有绝对保证的方法就是将其出售。例如，现金是一种硬资产。但是在通货膨胀时期公司持有现金是一件很恐怖的事情，而在通货紧缩时期持有现金是极好的。如果一家公司的业务开始下滑，现金会很快流失）。

商业房地产最好能够位于靠近其他开发商建筑，有对比参照物并能很容易注意到租赁价格的位置。即使是目前竞争很小或没有竞争，但是位置最好的购物中心也可能破产，因为社区人口结构一直在变动。

明白房地产价值也是很重要的，它就像公司盈余潮起潮落。为了计算一个资产的价值范围，对资产进行压力测试是必要的，因为在一系列可能的经济和市场条件下需要对资产进行重新估值。这将可以使你能够做出明智的决策，决定一只股票的市场价格与有形资产账面价值的比率是低还是高，进而相应地决定是买入、卖出还是避开这只股票。一个主要的压力测试是假设房地产资产能够承受住信贷的完全不可用性，正如 2008 年及今天仍存在的一些房地产价值的不确定性。好公司的资产持有计划一定会慎重考虑，因为由此带来的价值损失肯定可能发生。

想想另外一种硬资产，农业用地必须处于好的位置，它以能给生产者提供利润的价格和能给消费者提供效用的价格来生产所需要的产品。但是害虫可以毁掉农业产出，并且可能对大多数现阶段的杀虫剂免疫；另外，天气和市场供应的不确定性也能使农产品的价格剧烈波动。好天气意味着每个人都能够向买方市场出售小麦，坏天气意味着没有产品出售且价格急剧上涨。因此即便有多年经验的农民也必须通过期货等手段进行对冲，而农业景气程度直接影响了农业用地的价值。

当然，土地本身提供非常好的通货膨胀保护，保证了长期的收益。世界范围内数 10 亿人的努力使得之前受限制经济体，如中国和印度成为新兴的庞大的经济体。这已经意味着更高的经济盈余、更多的食物需求、农业和房屋开发者之间更多的竞争，以及不断减少的水资源等，所有这些都使食物和土地具有更稀有和价格更高的的趋势。再一次，对这些“正常”情况的最佳估计需要你慎重考虑，你需要冷静地思考在这些情况下资产值多少钱。虽然增长的人口、更高的收入和对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

食物的需求会导致对农业资产更高的需求，这也同样意味着一个投资者可能会付出过多。记住这一点同样也很有用，即当有人宣称我们将会耗尽石油和天然气的时候，食物价格在任何时候都直线上涨，而这之后当经济衰退或需求减少时食物价格就会大幅下跌。要小心这句话："这次不一样。"即使在"表现最佳投资者"中排名第 1 的加拿大资源公司 Eric Sprott 的股票持有中，也会有差异地分散投资于各个资产。笔者现在持有的 Sprott Resources 股票，在农业用地上大量投资并在煤炭、石油、天然气、黄金、铀和很多其他资源上投资。

估值像黄金、白银和铂这样的贵金属取决于公司持有这项资产时的特定情况，针对定价范围很难做出肯定的预估。为该项资产折价的储备金必须留得足够多，因为贵金属经常对通货膨胀和通货紧缩做出反应。过去几年的白银及将来的黄金价格已经大幅上涨，但是它们的价格也非常容易下跌。然而在某个价格上，如果一家拥有贵重金属资产的公司净值被定价得很便宜的话，就可以迅速找到买家，而它可能被并购的事件就可以作为催化剂带来高利润。

总的来说，黄金价格总是很坚挺的。白银和铂，连同像铝、铜、锌、镍、铅和锡这样的贱金属都有工业用途，因此有一定的内在价值。黄金真的只是人们说值多少就值多少，如人们可以通过持有黄金来消除对世界稳定性、通货膨胀和通货紧缩的担忧。情绪统治了黄金的价格，而不是供需。这就是为什么笔者只会（而且也只有很少）投资那些有特定催化因素和抑价的黄金公司，而笔者所说的"抑价"必须满足这样的检验。即如果持有黄金的公司以更高、更低或者同今天一样的价格出售黄金的话，公司仍可以正常运营。

尽管我们估值硬资产也有许多值得警醒的地方，但比起估值塑料橡胶鞋、运动鞋、青少年服装、杂货店商品和数字模拟半导体的存货，我们还是会更容易一些，因此也有更足的信心（当然不是自负）；同样，它也比对现在大量的首次公开发行（IPOs）估值要容易得多。不论消费品或技术产品在当下多么流行，估计其长期价值很困难。因为技术更新很快，价格经常下跌；同时，你如何估计服装或是家具的价值？它们取决于像棉花或者木头这样的投入的成本，而这些原材料的价格变化多端；另外，面临毁灭性竞争的产品往往是时尚的牺牲品，这些产品的消费者也多是变化无常的。

在第 4 章中详细介绍的鞋类公司思凯捷，新的塑形鞋库存大幅上涨，不得不以低价出售或冲销。基于音乐产品的零售商 Hot Topic's 专注于哥特式及其他基于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年轻人喜好的产品通常会随着喜好的改变和大学生的目光变更而消亡。这两家公司都错失了自己的市场，扼杀了投资者，直到今天才缓慢地走出业务衰退期。投资者，如笔者的莫特利·富尔的同事罗恩·格罗斯见证了其存货周转，并以一个非常有利的价格买进了思凯捷的股票而获得了收益。但是以相对资产过高的价格购买思凯捷或其他这样公司股票的那些投资者却未能获利，他们也不太可能在短时间内获得收益，甚至有可能一直没有收益而付出巨大的机会成本。

笔者认为硬资产应该投入使用，而不仅仅是储存起来。拥有用水权、住宅房地产开发的空地或可能会增长价值的森林（例如，剩下的木材每年年轮增加而价值也随之增长）的公司存在巨大挖掘其价值的潜能，但是通常缺乏实现这样价值的方法。有的人可能会购买这样的权利，这就是确定的催化因素。开发商可能可以将土地货币化，森林也可能在生长。如果他们能够挺过金融危机中需求逐渐崩溃而导致的资产折价，评估好资源不足再生或者环境限制的风险，这些资产就可能会发挥其最大价值。这样的资产是很好的对冲，为多头提供风险管理（但是笔者更倾向于使用空头账簿来对冲我们的多空投资组合）。不像“储存”中的硬资产，笔者的多头投资必须投向那些有正向且确定的催化因素使其资产投入使用的公司。这样的话，资产的价值将会弥补差距，即被低估的资产与应得的更高价格之间的差距。最终，市场也更有可能要为其支付以缩小差距。

总之，你现在能够给资产估值了吗？如果资产变动和价格下降，你能够以足够低的价格买进吗？你付出的成本能够经受得住起起落落吗？或者就像一家银行，你能够在不同定价场景下进行压力测试吗？笔者个人在这部分的经验就像是抗生素，在大多数情况下都有效。但不是灵丹妙药，不能在所有的情况中使用。

低市盈率（现金流、高股利收益率和低股息支出率）

任何行业和公司都一直在你的投资中给予“优惠”，机会价值就是“当我熟知的企业廉价出售（当它提供了较低的价格对资产价值比例及较低的价格对盈余比例）时，我跳转购买其股票”的简单说法。为什么许多喜欢购买廉价出售商品的人（就像笔者已故的母亲，她希望总在诸如 TJ Maxx 这样的折扣店里买廉价出售的东西。随着当她年纪越来越大，这些廉价的东西看起来也许都价值不菲）却愿意在股票上多付钱，这是笔者一直没有想明白的谜题。

笔者更喜欢市盈率（P/E）的两种方式，即股票市值与净现金流之比，或者企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业价值与息税折旧摊销前利润之比。笔者的经验和研究表明，如果你以股票市值与净现金流的比例为 10 倍或几倍的乘数买进一个稳定状态公司的股票（一个有着合理循环现金流和稳定利润的企业），你很难会赔钱。你以低成本或毫无成本地购买的是你的期权性风险，你有权利享受其未来增长率和均值回归等等因素带来的收益。这和格拉哈姆在其《聪明的投资者》一书中的计算相去不远，书中同样以这种方式对市盈率做出了计算。格拉哈姆要求 12%（100/8.5）或更高的净收益率，而笔者所追求的是 10%（100/10）或更高的净现金流收益率。

大多数投资者知道市场价值等于股价乘以流通股数，但是很少有人知道企业价值如何计算，这需要考虑公司的现金、负债和债务契约义务。

企业价值=市值+总负债–现金及其等价物

上面这个等式中的“总负债”包括长期和短期负债，优先股、养老金负债和其他相关特定的债务，在评估企业价值时要注意折现这些债务。你需要意识到市值与总负债构成了企业价值的主体（类似资产负债表中的资产=所有者权益+负债的很等式），但是负债实际上降低了企业价值（虽然算式上看似增加了）。所以当你计算出企业价值是一个较高的值，要么它具有被高估的市值，要么具有高负载，进而你可能要更加注意对其股票支付的价格是否合理。

例如，你在冬天的明尼苏达并身处柠檬水摊位的市场中。你要收购一个值得你投资的摊位，并且已经缩小目标范围到两个选择了。假设这两个选择有同样吸引人的位置和同样吸引人的销售量，这好像是经济学家常用的方法。即先做出假定，随我来吧。

萨利的摊位费用是全额缴纳的，并且把自己的收入存进银行。但是约翰的母亲借给他 100 美元用来建设摊位、设立标牌及存货，目前他的这笔贷款仍未支付，这便降低了约翰的柠檬水摊位（企业）的价格。一个购买者可以支付更少的钱购买约翰的摊位，或者支付更多的钱购买萨利的摊位。如果约翰还要从现在的现金中拿出一部分给他的祖母（约翰上学的时候，她就在摊位上）作为养老金，一个理性的买家一定会付出更低的价格。这是个不断增加的负债（未来的债务），会让其股票持有者可能付出的成本更多，因此降低了企业价值。

企业价值/息税折旧摊销前利润计算得到的市盈率的用途，和市场价值/净现金流是一样的，因为你作为一个投资者（企业股票的购买者）都想要以更低的乘数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付。区别在于当投资者为首次公开发行的股票支付过多时，今天的股票购买者像是私募股权投资公司。如果要购买一家上市公司的股票，则会根据预期的收益对这家公司进行估值。将该公司需要支付的利息贴现来增加其债务，然后利用这家公司的现金流来支付这些利息和债务本金，最终再次计算其企业价值。一个财务法则就是根据公司的债务结构，其现金流的水平将能足够支付有限数额的债务支出。

一个企业的企业价值/息税折旧摊销前利润的比值为 5 倍～6 倍或更少的话，会提高购买者抢购公司股票的可能性。一般来说，普遍的市盈率比例为 9 倍～10 倍。当然每个卖家想要获益更多，而每个买家都想要支付更少，但是这个比例是相对稳定的。如果没有急剧增长的现金流买卖这只股票，这是一个适当的范围（你现在应该知道吸引人眼球、投机和价值增长不确定的股票并不是我们多头账簿上想要的，所谓的“价值增长的股票”几乎总是在痛苦中结束，因为它们吸引了那些支付过高市场价值/净现金流或企业价值/息税折旧摊销前利润乘数的买家）。在其吸引力不起作用之后，投资者会因此面临不可接受的机会成本，之前的一切都无效了。

这里举一个处于不常见行业的公司，根据市盈率的估值思想我们发现运用企业价值/息税折旧摊销前利润这样看似粗略的指标几乎对任何预估都起作用。加拿大的死亡护理（葬礼、墓地和保险）公司 Loewen Group 加入了这一行业的热潮，通过独立的“夫妻”死亡护理产品希望利用一个虚幻的世界带来的利润来为股东创造足够的投资回报。最终，在 2002 年 1 月重组的 Loewen 公司重新命名为“Alderwoods”公司，摆脱了破产并再次作为上市公司出现。

Alderwoods 公司以 14.50 美元的价格恢复交易，投资者逃过了其破产带来的影响，14 个月中纷纷出售股票，价格一路跌至 3.10 美元。幸运的是，通过一长串之前成功的周转，新的管理者发现了公司存在的问题。他对笔者这样解释：“没有人能找到支票簿。”Loewen 公司既有复杂性，又无秩序，在现金流上毫无节制。现在专业的经理人约翰·莱西和保罗·休斯顿发现了“支票簿”，他们使得公司只在能够提供足够回报的业务上花钱。

投资者发现 Alderwoods 公司的估值惊人的便宜；同时管理者的运作使得公司提高了现金流并管理了负债，随之而来的是其股价开始上涨。笔者推荐在 8 美元和 9 美元之间两个不同的时点购买 Alderwoods 公司的股票均可以获得很好的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益，以下说明其如何发挥作用。

Alderwood 公司的业务正常运转时可以提供稳定的净现金流，大部分是因为一旦管理者发现了“支票簿”，追踪行业趋势和精算业务回报就变得相对容易。连同可靠的净现金流一起，企业价值/息税折旧摊销前利润从 2002 年 6 月到 12 月结束的季度开始很少偏离平均乘数。即每季度 6～8，随后股票上涨。当企业价值/息税折旧摊销前利润达到 9 和 10 的时候，则证明继续持有的增长潜力有限，公司股票不再有上行收益。

在一个时间不当的星期五笔者建议出售股票，可是随后而来的星期一公司宣布向行业巨头 Service Corp 公司出售，此时具有 11 倍的企业价值/息税折旧摊销前利润的比例。这样看来，我们损失了 10%的可能收益，但是正如伯纳德·巴鲁克著名的话：“我从购买不到距离最佳购买价格 20%之内的股票，也不会卖出距离最佳卖出价格 20%之内的股票，但是我可以在这中间赚很多钱。”注意，以简单的市盈率来预测只能达到这种准确度，但这已经是一个很不错的参考。因为对许多投资者来说，这是 2000 年～2002 年崩盘停滞期中获得的首次成功，他们对于这个投资组合折返的贡献感到满足。就像电影《公民凯恩》中的奥森·威尔斯在病床上吟咏“玫瑰花蕾”，笔者可能会选择吟咏“Alderwood”，以笔者所爱的生命之名。

但是运用这种指标估值，每家公司都必须通过账面盈余质量的测试。Alderwoods 和另一家笔者当时推荐的公司的牛津健康计划，将其所得的盈余质量做得尽善尽美。收入和存货没有激进会计法的迹象，现金流是可靠稳定的。并且每股收益和净现金流相互循路而行，环环相扣，每笔收购都是教科书中为数不多的成功范例。

但是研究所得的任何积极的结果也不能做出绝对保证，一家公司拥有 5 倍的企业价值/息税折旧摊销前利润比例，随后可以下降至 2，或者拥有 10 倍的市场价值/净现金流比例可以下降至 5。如果它是一个不良或衰退的企业或者其盈余正接近周期性的峰值，则出现上述情况的可能性更大。问问那些报业股票的投资者，虽然对印刷术硬资产有很大的信心，但他们仍在公司拥有个位数市盈率的低乘数时卖出其股票。或者问问 2007 年的建筑商，他们肯定对住房需求和挺过艰难时期的土地价值能力有着强烈的信心，然而他们忽视了买方偿还贷款的能力。美妙的音乐是可以停止的，有时突然中断后每个投资者都争先恐后地争夺同一个逃生出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口。现金流必须在一系列的场景中进行测试，“增长型”的公司，尤其收入增长大于其现金流增长的新公司最无法提供准确的测试和风险估值。

如果公司处于稳定的运作状态或更好的话，股票通常不会一直处于低价销售的情况，肯定会有均值回归的情况出现。即股价会回到“公允价值”，到一定的平均水平上。你想称其为“非极端的”诸如此类的形容词，不论是股票通过了市场认可，还是一个积极的投资者进行干预低价买入和高价卖出。

搭便车模式（包括公司股票回购）

这个因素是源于笔者最严格的信念，即公司内部人士应在最佳的位置来评估公司的健康状况，他们的投资决策是公司成功或衰退的最佳预测。当他们做这样的决策的时候，我们应该思考自己应该买入还是卖出，但是一个高管人员就是一个好的投资者这种说法并没有内在关联。例如，你可以认为除非在极端的情况下，管理者才会大量地买入或者疯了一样卖出。但即便那样，他们可能也只是做出了不佳的投资决策。

笔者采用了一种不同的方法来达到同样的效果，即看看那些成功的外部投资者们是否大量买入股票，然后利用他们的决策。外部投资者通常有更理性的视角和更谨慎的投资过程，因为他们只有一个目标，即从股票投资中赚钱。高管人员受到各种激励补偿计划的影响，让笔者越来越感觉到他们的购买和出售具有更少有价值的信息。

说到补偿计划，公司使用股票期权作为激励补偿已经是一种日益增长的趋势。特威迪·布朗公司关于某些投资特性的研究数据在今天来看很可能是有所不同的，今天公司习惯性地将股票期权作为对于管理层的激励。当股份总数由于期权行权而增加，他们便使用公司现金来回购股票，以掩盖股份总数增加导致其他股东利益受损的事实。实际上，他们是偷走了之前投资者的钱回购股票。大多数公司都会回购股票，不是因为它们将其看做机会价值（见第 5 章），而是因为要增加它们正在出售或计划出售给管理层的期权或股票的价值[7]。过去 10 年的研究更加支持这样的观点，即认为回购有利于管理层而非股东。

然而如果你能找到一小群高管，他们应用价值思维来回购公司股票，当他们购买时就买入。这个想法仅仅就是应用了本章中的思维，即当你知道公司股票以其内在价值的大折扣出售时回购股票，比起你用这些现金进行其他投资会一样好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或更好。这就找到了投资的金矿，而且你可以获取全部的公共信息。你可以看一下美国证券交易委员会的文件，看看这些高管支付的价格。不严格地说，你可以利用本章中其他的估值技巧确定股票回购是否给股东创造了价值，进而决定你是否要投资[8]。

最后，什么都不能改变巴菲特基本的回购原则："当有优秀业务和良好财务状况的公司发现自己的股票在市场中以远低于内在价值的价格出售时，除了回购股票无疑没有其他选择可以让股东更加受益。"[9] 笔者的不同点在于不需要企业是优秀的，只要满足其他投资准则，以及股票出售价格远低于其内在价值。

在看过回购那些具有真实价值折扣的股票的少数案例之后，笔者提出这样的观点。即那些熟悉内幕的人有很充分的理由购买，但是不能认为高管就是那些比具有成功投资经历的外部投资者更加"熟知内幕"的人。为了找到这些特有的投资者，笔者通常会跟随少数投资计划积极的公司，并且观察它们必须提交的 13D 日程文件来了解其意图。具有"成功的投资经历"和"投资计划积极"意味着一个投资公司更加符合笔者的目标，而它们也通常比那些不提高股东回报的公司赚得要多。这样的公司可能会因为追求自身的投资目标而行动，通过和管理人员闲聊也许能直接获取董事会的决议信息而从中收益。对于笔者来说，如果投资的股票价格没有超出自己的预估价值，这就是可以加以利用并赚钱的清晰信号。当然如果别人遵循同样的方法，当他们看笔者的动作时也快速买入，这是有可能发生的。

一个内部投资者可能知道未来形势很好，公司实际可能会根据巴菲特的原则来回购股票（作为一个价值投资者，以资产价值或盈余和现金流等指标的折扣价格买入），有成功历史的投资型公司不会把自己的钱或投资者的钱投入可能会赔钱的处境中。他们慢慢并积极地，有时别无选择地像战争一样推进公司向好的方向变化。通常他们的目标仅仅是通过某些方式来提高盈余质量。而我们显然认为这样的方式是赚钱的，他们用我们无法拥有的权利为我们工作。

今天笔者敬重有优秀工作业绩的投资型公司包括投资公司 ValueAct（笔者持有这家公司"能源解决办法"投资项目的股票）、Starboard Value 公司（笔者已经迈入了 Starboard 公司致力于的 Regis 公司的股票）、潘兴广场公司（比尔・阿克曼，现在关注 J.C.Penney 公司，以及加拿大太平洋铁路公司，汉堡王的再次上市）、JANA Partners 公司（当前麦格劳公司处于其关注期，给 Charles River Laboratories

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

带来了很多好处），以及上市公司 Biglari Holdings（从 Steak'n Shake 活跃的 CEO 时期笔者就持有了其股票，而现在 Biglari Holdings 持有 Steak'n Shake）。投资更加积极的 Carl Icahn 上市公司也是应该密切观察的公司，因为它和其他两家顶级投资公司目前对切萨皮克能源公司的投资上让其股东受益（是的，笔者同样持有）。请注意“笔者持有”并不是吹牛，获取笔者持有的投资有时无法起作用或者还没有起作用。但是笔者一直把它当成一种实践，即持有笔者建议别人买入的股票（“自食其果”是笔者的原则，想想国王的试味者）。

笔者同样支持“精英”，即那些有成功记录的 CEO。他们有可能创建或带领一家全新的公司崛地而起，这与其之前的成功是相关的。（当然对他的公司，还是要按照本书的原则逐一测试）。今天，笔者持有很多因为这些精英而成功的企业的股票。新公司 Heckmann Corp 的 CEO 理查德·赫克曼之前创立并出售美国 Filter 公司的股票，给股东带来了巨大的利润。银行专家杰拉尔德·福特用一生的时间发现处于困境，但潜力很好的银行类企业，并支付较低的价格买入它。笔者已经和他一起跟踪了最近 16 个月在加州银行太平洋资本股份公司的投资，他宣布获得了使得股东（像笔者和其他遵循推荐的投资者）可以以之前价格的 60%买入的权利。而在他对 Hilltop 控股公司的投资决策上，笔者也很赞同，他通过购买金融股的战略来增长价值。

还有购物中心 REIT 零售业机会投资集团，其 CEO 是斯图尔特·坦茨。他在 20 世纪 90 年代创建并出售了类似的实体，为其投资者带来了至少 700%的回报。在矿产和自然资源方面，笔者持有 Sprott 资源公司的股票。它是 Eric Sprott 公司家族的其中一员，由其久经考验的硬资产投资者之一经营，即亚姆黄金公司的乔·康威，他曾经在普里梅罗河矿业上取得了成功。一定也还有很多其他这样的人。难道你不会买以巴菲特和芒格为首的伯克希尔·哈撒韦公司挑选出来的新企业的股票吗？但是这之中会有很多欺骗的花招。你只要记住，付出得越少，你就可以用低成本或毫无成本地获得更多的期权性风险。这个原则将不存在任何花招，但在你未搞清那些精英之前不要买入任何股票。

积极的投资型公司和企业精英的投资决策相当于帮你分析最好情况下的投资，内部投资者的购买行为和股票回购行为有迹象表明在未来很可能有更多的股东回报。为什么不做经济学家称之为“搭便车”的事情？让积极的投资者和精英为我们开路，而我们则手拿稳赢的彩票和冰镇酒坐在看台上就好了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下降的股票价格（均值回归）

这部分只需要一个简短的探讨即可，我们之所以有机会投资满足前 3 个特性的公司的原因在于其价格几乎总是下降，导致了较低的价格对资产的比例、价格对净现金流的比例或企业价值对息税折旧摊销前利润的比例，也正因为这样引起专业的成功投资者的身影出现在这些公司的股票上。像笔者这样的价值投资者宣称我们“伺机购买”，但是与市场的看法不同。这只是我们看准时机便宜购买，并站在专业人士和操盘高手同一边的另一种说法而已，还有其他什么可以理性地给出建议吗？

特威迪 • 布朗的研究表明，前期下跌的股票表现更好，因为它们会回归到均值，而且近期受到重创的股票后期表现会更加优异。DeBondt 和 Thaler 的研究同样非常令人信服，其研究主要表明购买低价公司的股票会优于购买已处于价格高位的股票[10]。

有时候，市场决定一家公司应该被低估，因为当前是亏损企业；另外，导致整个行业被抛售的重大事件是最重要的，远重于时机。在墨西哥湾漏油事件之后，股票投资者被深深套牢于所有钻机公司的股票之中。即便有的公司在那里几乎或根本没有钻机作业，不用对泄漏负责任。笔者推荐恩斯克公司，其钻机设备很少，因此与市场的情绪化主导的抛售相关得很少。笔者不主张天赋，许多人是理性而明智地选择了恩斯克公司，甚至还有人选择钻井平台的持有者 Transocean 公司和出租者 BP 公司，这是出于同样并与大众想法相反的原因。尽管这些都是迅速而又大规模的市场情绪化抛售，然而引发这样抛售的刺激因素并不是很即时性的；相反，它们可以在很多年前悄然发生，直到股票突然变得很便宜。正如潜心写作多年的作者被拒稿多次，只有一次出版发行却一夜成名。

情绪是投资者的敌人，也是朋友。它可以迫使你做出很糟糕的决策，但是如果你以另一种方式调整自己、能够在充满不确定的时间范围有足够耐心、有进取心地去做并坚信自己的事业，那么情绪就可以给你带来更大的机遇。如果我们能够控制好情绪，而我们周围的人却屈服于这种情绪，那么我们不仅能够发现股票价格下跌；相反，我们还能发现其内在价值、安全边际和会给我们带来收益的“期权”，此时便可充满信心地买入股票。

低市值

毫无疑问，连同较低的价格与资产比率一起，小盘股在特威迪 • 布朗公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究中特性表现得最为突出。如该公司所描述的那样，研究结果根据统计方法进行调整。例如，调整市场环境的偏差或董事会的决策变更，并最后得出结论，即由价值准则选择的小盘股的表现突出。

各种各样的原因都可以支持这个结论，小盘股通常有更低的流动性。每天可用来购买或出售的数量很少，这使其成交量很难累积到一个能被关注的位置上，但是较低的流动性同样意味更少的新闻报道。财经媒体需要投资者的关注度，因而卖出广告。进而他们会选择众所周知的公司，因此小盘股的公司由于信息闭塞不太而可能被有效定价。如果小型企业能够成功的话，则其提供的投资收益也远远高于大盘股。它们开创了一个小型基地，诸如此类。

这几年来，笔者只持有并推荐了少数几家市场价值高于 10 亿美元的公司。大多数市场价值都低于 5 亿美元，甚至低于 2.5 亿美元，甚至 1 亿美元，也就是所谓的微型或微微型股票领域。向笔者科学领域的朋友们致敬，他们创造了那些真正小型的股票和“埃盘股”这个概念，即那些低于 5 000 万美元、2 500 万美元，甚至几百万美元的股票。奥肖内西和其他人的研究表明你进入埃领域的市值越低，你的回报就越高。

但是上述的小盘股的流动性缺乏，也限制了投资者对它们的利用。

第 6 个特性：特殊情况/催化因素

许多价值投资者，包括笔者在内为 5 大特性又增加了一条，即特殊事件驱动。

例如，一家公司剥离了自己的一个业务部门作为一个独立的公司。事先剥离出来的业务的价值可能是不透明的，因为母公司没有披露其数据。这时该公司的股票价格可能比剥离后分别被交易的股票价格总和更低（一个多元化的折扣），因为每部分都不是公开交易的，真实的公司价值并没有被市场发觉。这就给了你在剥离前购买的机会，使你同时获取了两部分的回报。再如投资者可能倾向于自己持有的原始公司股票并抛售剥离的公司股票，这就给了你一个以低价买入剥离公司股票的机会。这样的事件本身可能会带给投资者收益，而不论大盘市场或经济如何。

另一个有利可寻的领域包括濒临破产或资产重组的公司，它们像破损的货物那样被人们避开。投资者通常无法看穿其中的复杂性，如果管理层找出降低债务、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精简成本结构和全新的会计方法，则将让这些公司变得更有竞争力成为很好的投资目标。摆脱破产可以是一个标识价值增长的可识别且强有力的催化剂，在 Alderwoods 公司的例子中当其宣布摆脱破产之后，躲过清算的投资者纷纷抛售股票。导致其价格直线下降，这就给其他投资者带来很高的机会价值。

尽管很少有并购可以增加股东价值，但是如果我们知道并购方有价值倾向，只做好的交易，那么可能会出现难得的情况。并且因为并购后会计方面可以获得盈余报告，所以对那些能够发现交易价值和以较低的价值对资产、净现金流或息税折旧摊销前利润的比率作为指标购买股票的人来说，盈余报告是另一个引发好回报的催化因素。但是你必须知道并购的确切数据，以及参与者的意图来决定它是否属于极少数的有利情况，有的人以 15%～20%来估计那些真正能够增加价值的并购，这样成功的几率很小。而且正如我们在前面所讲的那样，一系列的并购是要远离的最明确的信号，它们几乎总是说明不良盈余质量。

上述案例已经证明在衡量股票价值的时候，这些特性很少单独出现，你了解得越多越好。

王牌绝招：为什么是多空投资组合

愁眉不展的价值投资者也许还是愿意承认投资就是一场赌博，与所有倾向于万劫不复境地的游戏不同，如掷骰子赌博和二十一点，甚至更糟的老虎机。如果你参加的时间足够长的话，最终各种机构拿走了你的钱；相反，这场赌博正像是扑克一样，专业人士和最佳的业余玩家知道如果你把握最好的机会并控制你的损失，那你就是一个成功者。

再次强调，这些策略需要耐心，在一个充满不确定性的时间范围需要铁一般的意志和进取心。那些成功的投资者都愿意抓住这些有利的机会，即廉价购买通常会带来利润。现在下降的估值通常会导致之后更高的估值，专业投资者的认可和已经拥有绩效见证的职业经理通常也可以保证其成功，并且小盘股也比大盘股业绩更突出。简而言之，你需要投资在下行风险小于上行风险的时候。这就是为什么笔者从没有忽略最低赔率的原因，笔者寻找可以估计最坏打算下的下行风险的情况。例如，当前价格的 20%会有 3 倍或者更多潜在的上行风险。在这种情况下为 60%，即 3:1 的几率。这就是在你身边有信息和胜算的赌博，你可以击败

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构，再三利用这些胜算你的财富肯定会增长。

这就是多头方面，但是这还不够。你永远不会知道什么时候会面临价格下跌的情况，以及这些情况会带来多么惨重的损失或者会面临什么样的后果。下面给出一个真实的例子，说明为什么一个多空投资组合可以帮助解决这些不确定性。

1929 年，笔者的外婆在 40 岁时失去了丈夫。她带着 13 岁的女儿，也就是笔者妈妈（是的，父母很晚才有了笔者，确实是个意外！）。她的丈夫已经死于肺炎 6 年了，留下一个家族的药店。外婆无法自己经营，便出售给丈夫的合伙人。并将收益的大部分投资在债券上，那时这样的投资工具更普遍地被个股投资者所接受。

那年 7 月，从住宅区一路到华尔街她打电报给她的经纪人想要出售债券取出现金并询问经纪人的意见，以下是经纪人的回复：

斯凯勒、厄尔公司

纽约证券交易所成员

华尔街六号

纽约

1929 年 7 月 25 日

亲爱的 Candow 夫人：

为了回答您的问题（是否出售），我认为您最好是等待股票市场的一个下跌（债市相对收益会变高）。但是我必须承认我无法判断一个整体上的下跌从何而来。而且我相信股票市场不应该视为一个整体，股票投资是公司选择的问题，而不是市场条件的研究。

谨致问候，拉尔夫·瓦尔多·厄尔

（是的，拉尔夫·瓦尔多·厄尔，而且笔者外婆的娘家姓是 Candow，你绝不可能把这些事情理清）笔者拿着这封信，每年都会读一遍。外婆确实因此而没有出售自己的债券，因为拉尔夫性格很真诚可靠。她相信大多数价值投资者会赞同判断整个市场的涨跌并不是一个制胜法宝，成功的秘诀在于选择正确的个别股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。而且虽然外婆持有的债券几乎都是那些被认为是寡妇和孤儿才投资的公司，然而公司随崩盘而破产时债券投资者确实比普通股持有者在公司资产上有更大的索赔权。

但是能够保持债券价值不受损害，就必须要求债务公司有一些能够支付这些债券价值的基础性业务。无数公司发现自己濒临破产时，拥有很少或几乎没有资产价值。而且即便是那些可以在危机中存活下来的公司，许多都缺乏足够的现金流以支付债务的利息。

接下来，让我们给拉尔夫更强的信心。

首先忘掉其经纪人对“市场条件”不予考虑的这种后见之明，现在显而易见市场环境是疯狂、不稳定和有史以来最异常的等诸如此类的形容词（这让笔者想起了 1999 年 12 月的纳斯达克市场）。如果我们像拉尔夫一样，假定你确实是有完整的基于特威迪·布朗公司研究型策略原理的投资者，只投资长期并且只做多头。这样够好了吗？当然不是。如果你现在不需要现金的话，你也许只能持有自己的股票。在没有空头策略的时候，面临股价下跌你只能重复使用最终毫无用处的止痛剂“我在股市中只投入了我能承受的损失量”。这是一件好事，但是真的有人可以承受失去这些的代价吗？你真的会想着“我可以承受失去这些的代价，没事的”而投资 401（k），或者孩子的大学基金，或者任何并不提供税收优惠的退休基金吗？

显然这是不可能的，仅仅利用这种多头投资策略，哪怕是一个已被证明的策略，与其他任何策略相比，随着时间推移它更能提供出色业绩并且风险不会增加。如果你只做多头的话，你仍有可能会损失一切。

想想看，假如你是一个表现良好且可靠的价值投资者，而且在 20 世纪 20 年代爆炸上涨之前以低价买入，并由于某些原因忘了把股票出售给那些热情的买家。也许你会被监禁或者被困在没有电报的船上与鲍嘉和赫本一同前往非洲历险，没有任何媒体渠道，“好吧，没问题的，继续持有就好！等到均值回归的时候！”

如果你一直不需要现金的话，那么可以继续持有。但你肯定需要现金，除非你是盖茨、巴菲特或是卡洛斯·斯利姆（笔者夸大说明这一点）。在周期性的经济危机中，甚至不是 1973 年～1974 年，而是 19 世纪后期或者大萧条时期，你几乎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总是会需要钱的。你会从401（k）计划中退出，并且做任何可以从中得到现金的事情。因为如果不这样做的话，你可能会丢掉工作或者房子，或许你亲密的人会失去自己的工作和住宅。讽刺的是，在本杰明·格拉哈姆发现价值投资之前，1929年的大崩盘本来会摧毁他。这难道不是相对更能说明问题的例子吗（最终放弃只做多了）？还有什么更好的例子呢？

一切再回到罗斯切尔德的名言“当股票血洗华尔街的时候就可以买入了”，但这只可能是当你的血没有流向下水道的时候。可我们谁是罗斯切尔德呢？虽然他说起来轻而易举。

这就是为什么一个合理的价值小盘股多头账簿需要空头的保护，即多空投资组合。任何空头保护都可以在世界末日或接近这种情况的情景下减轻资本的损失，并在肯定会在同样情况下继续发挥作用，尽管这种情况是否到来是未知的。

在过去最不稳定的3年中，让我们看看结合约翰的空头投资和笔者的多头个人投资回报率情况，即2007年、2008年和2009年。

表6.1所示为我们各自的回报率及将它们组成3个具有不同多空百分比的多空投资组合之后的回报率，这些比例是约翰根据自己当时对风险的看法做出的选择，然后将所得结果与同时期年中的标普指数500进行比较。

表6.1　汤姆和约翰3种不同百分比的多空投资组合与标普500的对比：2007年至2009年的年度收益*

	约翰（空头）	汤姆（多头）	标普500	100%多头/30%空头	120%多头/80%空头	50%多头/50%空头
2007	12.6%	(11.4%)	5.5%	(7.6%)	(3.6%)	0.6%
2008	94.4%	(56.6%)	(37%)	(28.3%)	7.6%	18.9%
2009	(29.0%)	69.3%	26.5%	60.6%	60.0%	20.2%

*包括股息.

表6.2所示为从2007年开始理论上用本金100美元进行我们多空策略投资（特威迪·布朗的研究总是使用100万美元，真不错）每年的收益，以及累积收益，并将结果与同期标普指数500进行比较。运用对冲基金典型的多空百分比配置，并结合我们的多头和空头策略可以轻而易举地比标普指数500业绩更突出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.2　汤姆和约翰 3 种不同百分比的多空投资组合与标普 500 的对比：2007 年至 2009 年的累计收益*

	标普 500	100%多头/30%空头	120%多头/80%空头	50%多头/50%空头
起始净值	$100.00	$100.00	$100.00	$100.00
2007 年末净值	$105.50	$92.38	$96.40	$100.60
2008 年末净值	$64.41	$66.25	$103.73	$119.61
2009 年末净值	$82.42	$106.41	$165.92	$143.72
总收益回报百分比	(17.6%)	6.4%	65.9%	43.7%

*包括股息.

图 6.1 以图表格式展示了相同的数据。

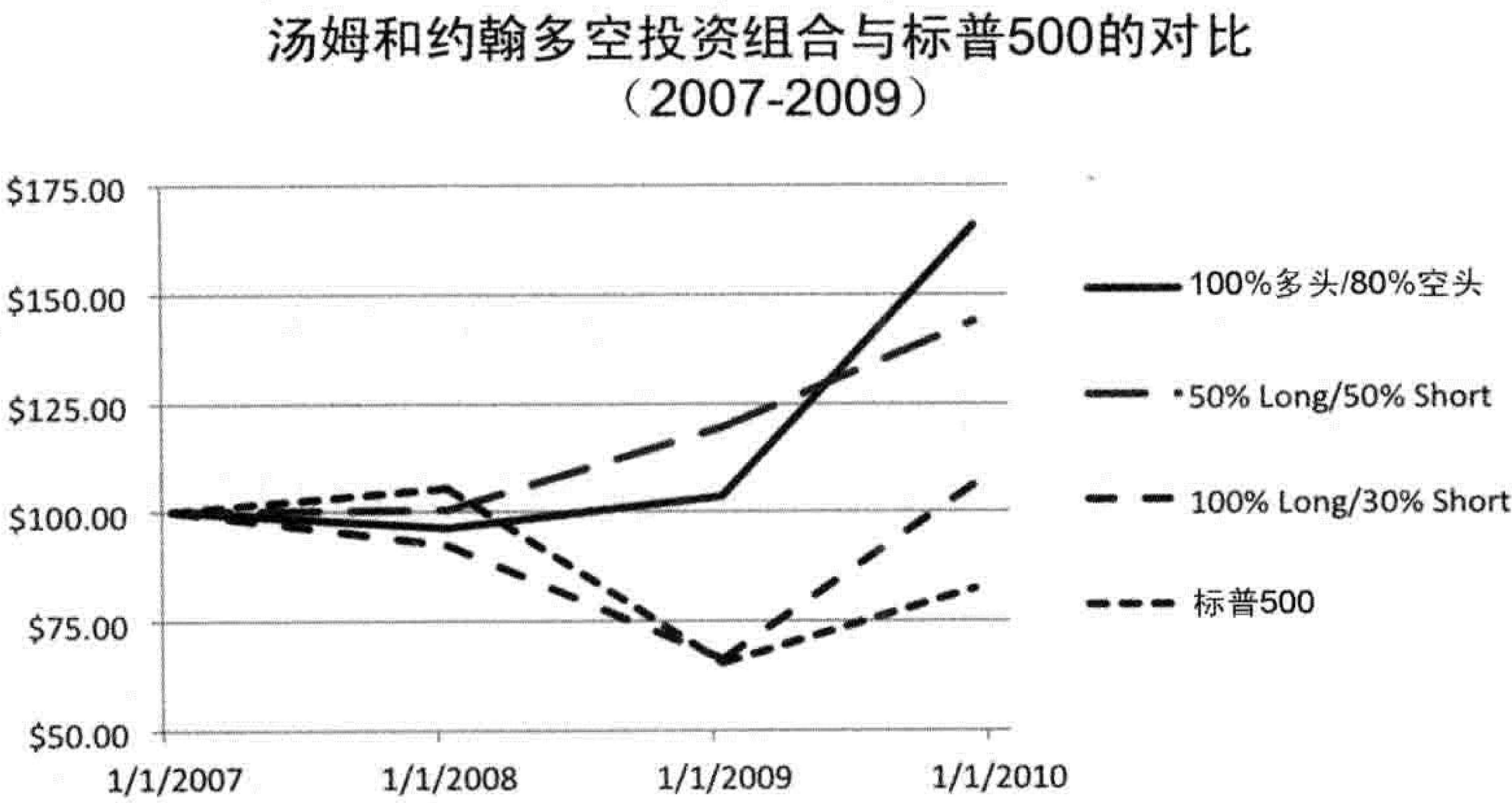


图 6.1　汤姆和约翰 3 种不同百分比的多空投资组合与标普 500 的对比：2007 年至 2009 年间的累计收益

采用本书中的多空策略需要严格分析盈余质量、约翰空头获利的策略，以及汤姆的小盘股价值多头策略，在狂躁或惊慌失措的年份业绩都可以远远超出标普指数 500。这些就是我们实际收益的结果，包括我们在选择结合多头与空头时选择的多空比例也是真实的。

结论

没有人知道市场现在、明年或者 10 年内会如何表现。随着时间推移，如果只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做多头，随着统计极端值可以随时出现你就有资本完全损失的风险。坦白地说，就是自取灭亡。

这就可能是塔勒布（Taleb）所说的“黑天鹅”[11]，我们对自己还未亲眼见过的事物不相信其存在性；除非它真的已经存在。这是正态分布的钟形曲线的极端错误，不太可能发生的事情仍然可能发生，并且真的发生了。塔勒布将许多读者，包括笔者在内变成了伟大的数学家，并且其观点得到金融研究员伯努瓦·曼德勃罗研究成果的支持。他追溯到 1900 年，验证棉花价格来得出结论，即极端事件和波动性的发生远比大概率的统计趋势更常见[12]。应用钟形曲线很好，除非你弄错了钟形曲线。但在极端事件出现时，你就被彻底摧毁，而称之为“极端”是一种虚假的安慰。

依据本书，当一生仅有一次的极端事件发生时，历史表明除非是 2008 年金融危机之前的“大稳健”时期，大多数投资者在一生中都可以看到至少一次，而多空投资组合的构建与管理可以避免损失一切。假设始于 2008 年的一连串事件已经结束，而很可能并没有完全结束。现在我们显然身处一个充满市场不确定性的世界，欧洲正处于危机的中心，而处于边缘的其他国家也是摇摇欲坠。莱因哈特和罗格夫的研究成果[13]告诉我们最近信贷危机的平均强度需要 5～8 年的时间来慢慢清除，如果已经发生的 2008 造成的信贷危机仅仅是平均水平的话，那么 2012 年我们只处于 8 年中的第 4 年。

市场有过度、狂热周期、惊慌失措和崩盘的历史周期，在 19 世纪这些情况就是常事，至少每 10 年一次。在 19 世纪中期，从东河到哈德逊整块土地都有居民用火取暖、做饭和饲养牲畜。在 1907 年的恐慌时，摩根大通公司是 2008 年版本的汉克·保尔森。即聚集最大的银行家们，那些有能力阻止这场灾难的人在一个屋内，直到他们想出解决办法为止。1973 年—1975 年的萧条是大萧条时期以来最深重的时候。标普指数 500 在 1968 年 11 月—1982 年 7 月上涨 4%，但是实际上（扣除物价上涨因素）指数损失 64%。

所以好吧，摧毁你投资收益的事件会在你看不到的时候就来了，而你却仍在注意那些无关的细节问题。而利用我们的多空投资组合策略你不需要再垂头丧气，也不需要知道 1929 年的危机是否持续很多年或因 10 年一次的 19 世纪的价值摧毁而恐慌，这是常规的下跌或 20%熊市。当空降“炸弹”时这个多空投资组合策略避免了永久性的资本损失，也可以同时避免毁灭性的投资账面损失，这些“爆炸”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真的让人心惊肉跳。只做多头的投资可能还会让你有收入，但是也会让你蒙受无法承受的倒退，你需要很多年来弥补你损失的财富。我们可以重置投资时钟，而我们生命的时钟却无情地流逝。

这样的原理和那些扑克玩家十分相近，即使他们完全不会研究超过一个世纪商品数据、股票市场历史或任何多空投资策略，专业的现金游戏扑克玩家“出牌”的时候每次都利用这个策略。如果在特定场景下给定的牌局有 99%的可能性可以胜出，他们永远不会用全部家底，即可用来追求自己事业的全部现金来打赌。因为他们已经预见到牌局提供了 99%的可能性胜出，还面临 1%的可能性事件，现金全部投入的玩家会被完全击垮。不要把家底全部押上，那样你还有机会胜算，用空头来保护和管理你的风险。

本书中的多空投资方法避免了例外事件，其造成的损失通常远远会超过我们所知道的。为什么不运用它们，睡个好觉并好好地生活？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章

股价图：知道何时买入，何时卖掉

最有争议的章节／165

方法1：最简法则／166

方法2：供需法则不会被否定1／170

方法3：注意背离／172

方法4：50天的移动平均线是马其诺防线（最后防线）／176

方法5：风险管理比挑选股票更重要／179

总结／180

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最有争议的章节

这一章将会是本书中最受争议的一章，因为技术分析是人们可能用也可不用，可能赞同也可能反对的措施。而且技术分析好像目前美国的政治，有些人支持执政派；另外的人则完全不能理解他们而支持另一党派。基础投资者分析资产负债表、现金流量表和损益表来找出隐藏性价值，以及当下行风险受限时罕见的错定价格情况（如汤姆在第 6 章中所做的）；技术人员却在一张股票图表上回顾股票价格走势，从而估计其未来的走势。这种交易方法不仅提高了抓住进入和退出时机的效率，而且还管理了风险。技术分析也提高了人们对股票交易的认识，并阐述了那些组成投资组合的股票相对其他股票和市场是如何交易的。

但是很少有投资者能够双管齐下，尽管大多数投资者要么在基础分析上下功夫，要么在技术分析上努力，约翰则利用二者的优点。到目前为止，我们已经讨论了基础的用于预示股东不妙前景的警示信息。但是技术人员分析股票走势图表的能力在判断一只股票预期上涨，还是下跌的问题上非常宝贵。两种分析理论相互曲解，打赌技术分析人员的理论更加难以理解，而笔者要使用最简单易懂的技术分析方法管理自己的投资组合和每日交易。笔者的空头管理方法采用了两种分析工具，即基础的价值分析派和技术分析派。

一只股票只不过是一个用来表达看涨还是看跌的打赌工具，即一种赚钱的方式。尽管许多人会告诉你他们是多头持有的价值投资者，并属于少数派，他们的成交量对每日的股票价格影响越来越小。

例如，奈飞公司在 2011 年 11 月每天大约成交 500 万股。其总的流通股是 5 000 万股，因此股东的股票每 10 天就换手一次。当时奈飞公司是投机者用来打赌看涨看跌的工具，而且大部分都是空头。换言之，奈飞公司的股票无外乎是个商品而已，而在价值投资者眼中的奈飞公司本身却不是这样的。

当你购买奈飞公司或其他任何一只股票时，说你是公司资本的部分持有者只是向投资者兜售的一个概念。为了适当地鼓励他们作为公司资本持有者来看待自己的股票，学习财务报表分析并评估管理者。但是对奈飞公司的多头投资需要有证据证明管理者为你的利益而行动，要么通过股息和以股票回购来回报你的投资，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要么如果有强势的股东迫使管理者为了股东尽心尽力的话，你也会作为其同伴而享受股东利益并且能够证明未来会有人为你的股票支付更多的钱。

从多头角度来看，的确要像公司管理者那样考虑问题，投资者需要实实在在的受益。可以信任公司的管理者，但一切都需要核实。从空头角度来说，要像一名技术分析人员那样考虑问题，抓住交易进入和退出的时机。笔者已经发现许多有严重盈余质量问题的公司，但并没有做空其股票，这是出于时机和技巧上的考量。

有一些简单的方法可以在股票崩盘之前用来提高你看清股票价格走势的能力，下面将讨论几个重要的因素，当管理投资组合时笔者会反复查看的因素。

方法 1：最简法则

奥卡姆的剃刀原理表明在其他条件都相同的情况下，越简单的解释通常要比越复杂的解释要好。想想人们普遍的看法，即技术人员利用复杂的计算机系统、保密的公式、量角器和方格纸或通过月相来观察股票走势的变化。一些人这样做，但笔者不会这样，简单一些的方法更好。

打印一张你要分析的股票走势图贴在墙上，站在离它 6 英尺的地方问问自己："价格是要上涨，要下跌，还是持平？会持续多长时间呢？"让我们来看 3 个清楚的例子。

契普多墨西哥餐厅的图表表明 2010 年 10 月—2011 年 9 月的股票上升趋势（如图 7.1 所示），即使在股票市场和世界经济的异常波动期中，契普多的价格仍然持续走高。这家卖墨西哥卷饼的公司并不被美国债券降级和希腊违约等负面事件所影响，依靠这种趋势的耐心的股东都获得了不错的回报。

相反，同时期的 EBIX 的股票却是个彻头彻尾的灾难（如图 7.2 所示），几个月都陷入跌势之中。被高增长率预期引诱的投资者最后什么都没有得到；除了 EBIX 股票的低价格给他们带来的挫败，只有最近几个月才看到了一些收益。

图 7.3 表明 Coinstar 公司的股票几个月内一直窄幅波动，即在一个价格区间内交易。快速查看图表，即使能看到一些明显的价格高峰和低谷，其横摆走势也清晰可见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

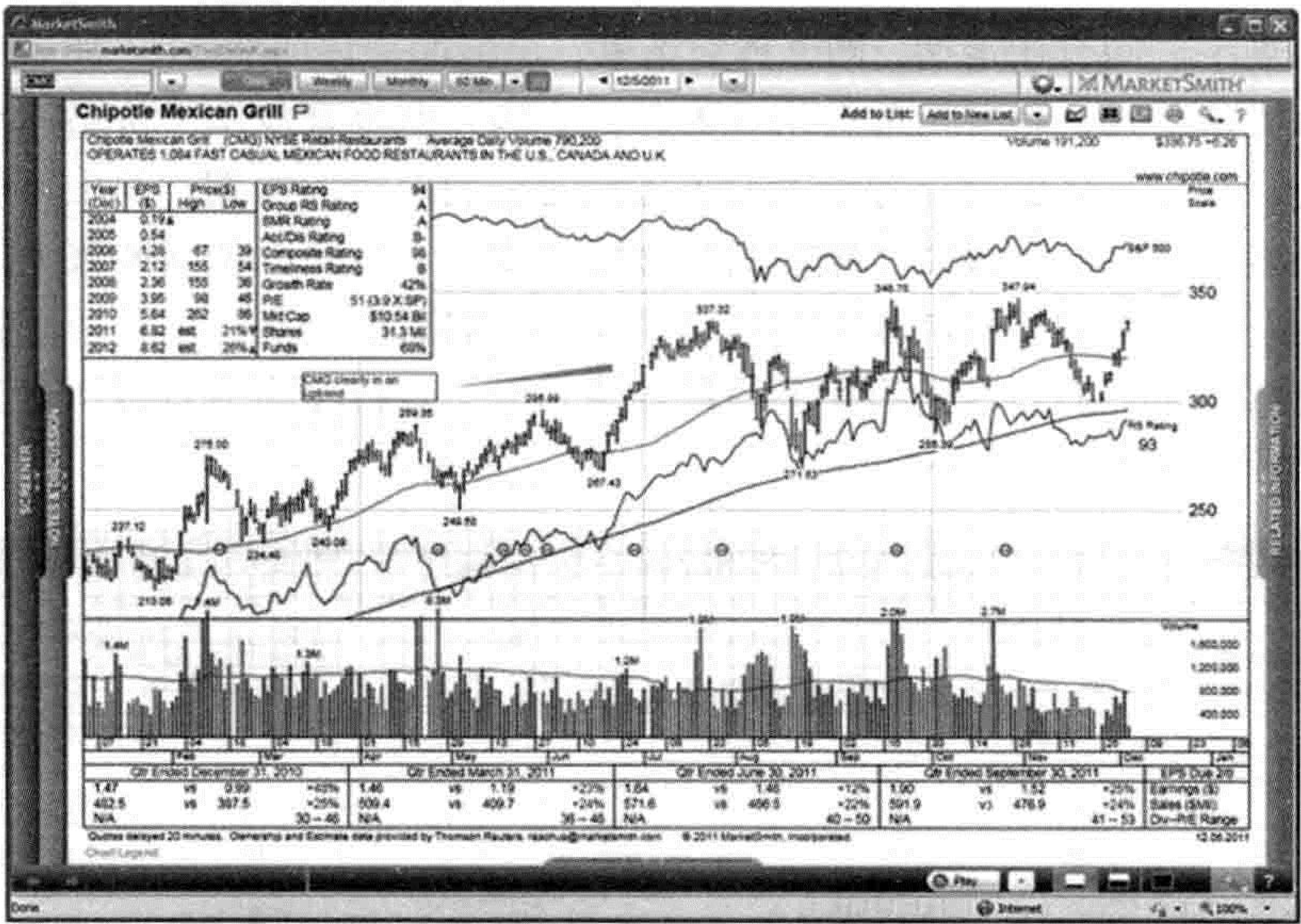


图 7.1　契普多墨西哥餐厅股价：上升趋势

资料来源：WONDA 商业软件®截图，版权 2012©属于 威廉姆·奥尼尔+ 有限公司。其保留一切权利



图 7.2　EBIX 的股价：下降趋势

资料来源：WONDA 商业软件®截图，版权 2012©属于 威廉姆·奥尼尔+ 有限公司。其保留一切权利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在操盘手之间有句老话，即“直到结束，走势都是你的朋友”。如果你打印的图表显示股价攀升，很有可能会持续攀升，直到一些因素作用于价格而迫使这种趋势改变。转变趋势的对立力量改变了人们对公司前景的预期，其中可能包括不良盈余报告或某些奉劝投资者减持的指导性建议，一篇负面的新闻报道或一次华尔街经纪公司对它的评级降低同样可以改变一只股票的势头。但是由于直到事件发生之前都是未知的，因此最简单的假设就是股价会持续当前轨迹，直到一些原因引起预期的变动。



图 7.3 Coinstar 的股价：窄幅波动

资料来源：WONDA 商业软件®截图，版权 2012©属于 威廉姆・奥尼尔+ 有限公司。其保留一切权利

当趋势逆转时赶紧避开，这听起来简单。但是如果人们是理性的话，行为金融学就不存在了。举例来说，在网络泡沫时期为什么持有上升趋势公司股票的投资者没有在趋势转变的时候卖掉股票？

他们错在没有在分明上升的趋势中了结获益，而在趋势反转的时候也不多加考虑；相反，在趋势反转时选择相信未来的时期将是利好的情况，或者相信其他一些愚笨无知的谣传似乎证实了企业间软件、光纤网络、网络基础设施，甚至尚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未试验的生物技术制药，以及新估值方法的那些大肆的利好宣传。情感蒙蔽了理智，以至于投资者没有简单地跟随趋势为超额利润卖出。而是当趋势转向时仍持有股票，根据那些好消息坚信一切都会变好的，实际上那些消息只不过是使你走向破产的直达列车。不论你的策略或方法如何，一只股票只是看涨或看跌而下赌注的工具而已，投资者混淆了涨和跌的概念。

投资者必须把自己从认为某某某是个好公司，进而其股票就是一只好股票的情绪中脱离出来，一家好公司不一定就说明其股票就是一只好股票。多年来，微软公司一直都是一家好公司。它通过引入软件使得电脑更有用，创造了数以万计的工作岗位，推动了生产力并丰富了全球人民的生活。微软改变了世界，创造了难以置信的净现金流数额，比需要用于公司建设或投资的数额还要多得多。它在资产负债表中持有上亿的现金而没有负债，有定期股息、特别股利和大规模的回购。是的，微软公司是一个伟大的公司。但是其股票在过去 10 年来却一文不值（如图 7.4 所示），好的公司不一定是好股票。

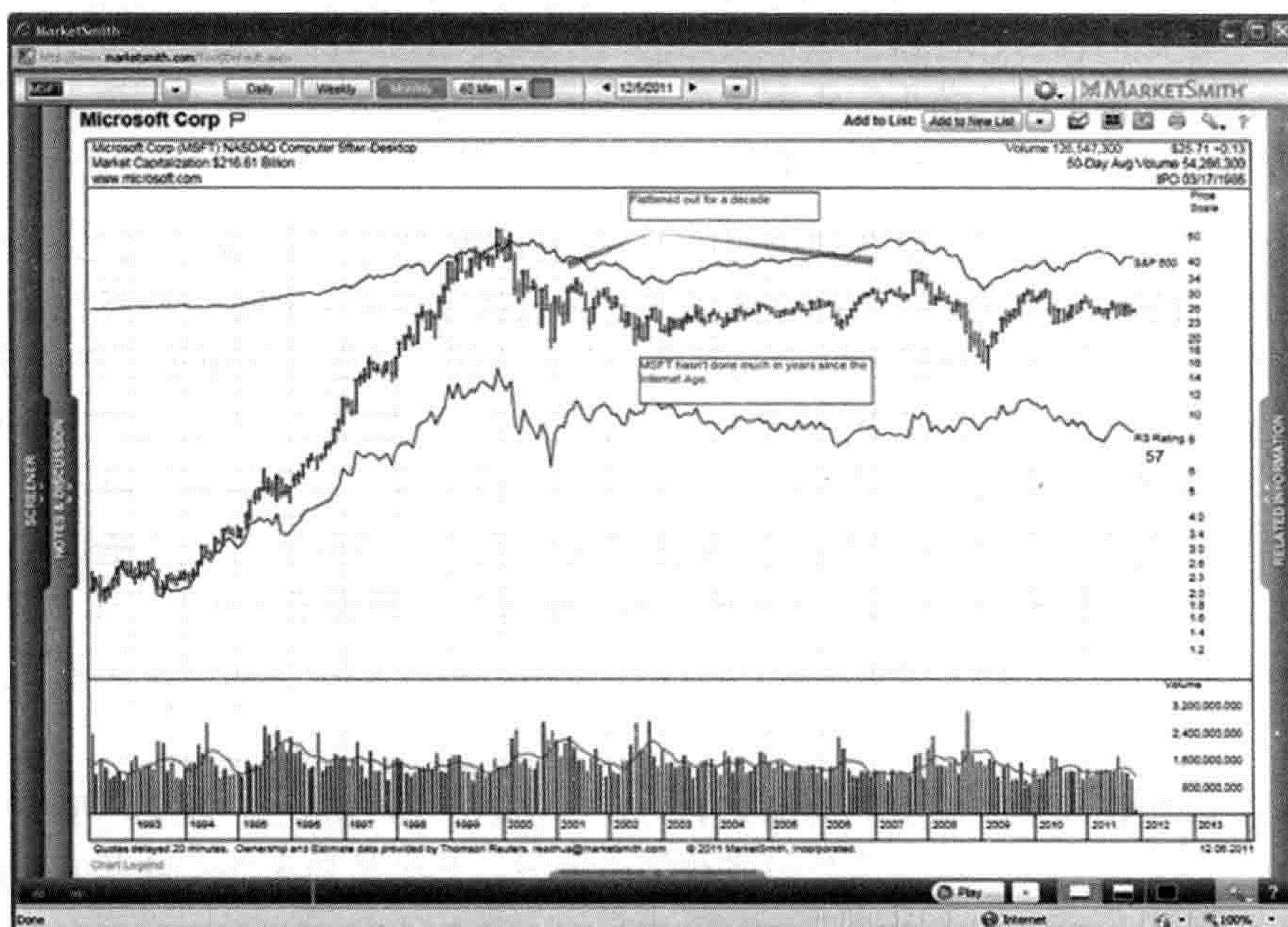


图 7.4 微软公司：好的公司，不那么好的股票

资料来源：WONDA 商业软件®截图，版权 2012©属于 威廉姆 • 奥尼尔+ 有限公司。其保留一切权利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此当查看一个股票走势图判断走势的时候，重点是要关注价格走势。而不是其他因素，如管理团队、股息收益率、行业、净现金流、市盈率或其他任何可能模糊你对走势图判断的因素。这些因素对于基础分析来说是再合适不过的，但是在这里使用它们就好像把你的杂货清单给了家得宝。你将空手而归，因为这些因素不是用于技术分析的。

技术分析往往受到不公正的评价，因为它往往伴随复杂的指标，而指标源自价格。所以不要把数学上复杂的指标放在图表中让整个分析过程变得混乱不堪，为什么不从价格本身开始分析价格走势？

方法 2：供需法则不会被否定[1]

经济学原理中的供求曲线同样适用于股票，当供应增加，股票价格就会面临抛售压力；当需求稳健，股价就会走高。笔者的宗旨是对一只股票总会有人比自己知道的多，人们说和做通常会是两码事。要弄清消息灵通的投资者究竟在做什么，而不是他们说自己在做什么，最好的方法就是通过跟随交易量来分析股票的供求情况。画楔形、三角形、正方形或其他图表图形的分析，你不需要是一个几何奇才就可以做，交易量趋势在股票走势图上是很明显的。

为学习供给与需求，笔者利用适用 MarketSmith 图表（威廉姆·奥尼尔+有限公司创造）的两个指标，即上涨/下跌量比和离散指标评级。上涨/下跌量比是相当简单易懂的。如果一只股票价格当天下跌，当天的所有成交量都属于下跌成交量；如果股票价格上涨，那么成交量都属于上涨成交量。比较前 50 天上涨和下跌成交量的总和创建一个上涨对下跌的比率，1.0 的比率意味在上涨天数和下跌天数中的成交量是一样的，成交量模型在这只股票中是平衡的。任何比 1.0 大的比率都意味购买力要强于抛售力，而比 1.0 小的比率意味抛售力要强于购买力。图 7.5 表明对 OpenTable 应用了这个度量指标，2011 年年底结果为 0.6，说明卖出量远高于购买量。

购买或抛售股票的大型机构都有能力在一定时间内波动一只股票，所有的行为不是在一天发生的。像富达公司或普特南公司，甚至是最大的对冲基金那样的机构也只是在一天内完成大量资金的挪动准备完成其订单，因此上涨/下跌量比提供了掌握市场中出现购买力与抛售压力趋势的简单方法。

作为空头，笔者更愿意看到上涨/下跌量比走势趋低，以及本章中讨论的其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术信息。因此一个低于 1.0 的比率不是必要的，尽管最好是这样。更重要的是比率 1.5～1.2 的下降趋势并最终跌至低于 1.0，这标志大型机构越来越强烈的抛售动力。

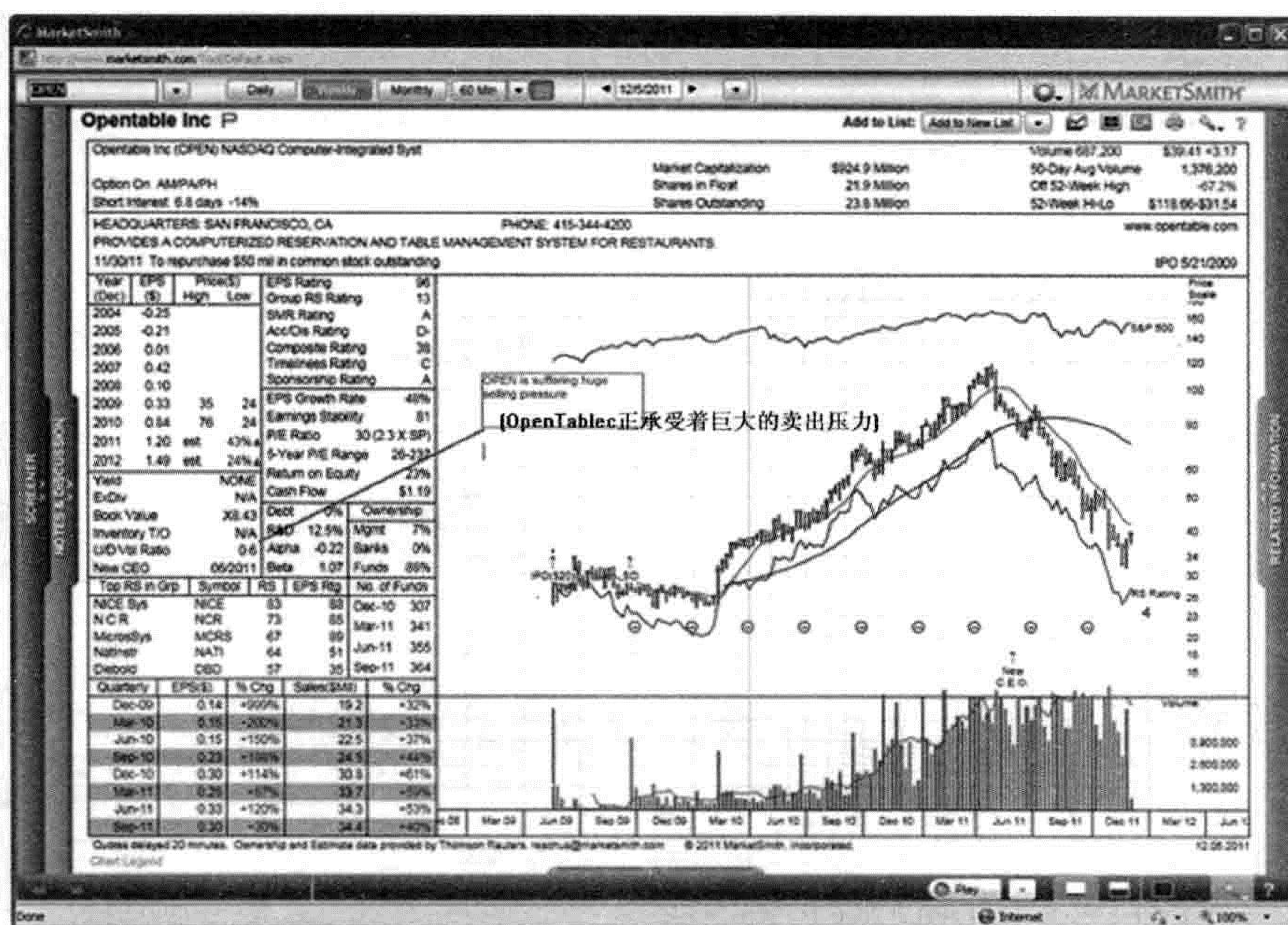


图 7.5　OpenTable：0.6 的上涨/下跌量比

资料来源：WONDA 商业软件®截图，版权 2012©属于 威廉姆・奥尼尔+ 有限公司。其保留一切权利

第 2 个指标是离散评级指标，同样是威廉姆・奥尼尔+有限公司所创造的度量指标。通常情况下，笔者对使用专有指标很怀疑，因为笔者不能确定指标背后的数学方法。然而因为离散指标与股票的供求相关，很有可能这些输入指标可以降低错误的几率。作为一个工具来说是很值得一用的，只要这不是唯一的工具即可。这个评级系统从“A+”，即表示大量的需求，累积（购买）远超出分配（抛售）到“E”，即大量抛售股票，分配远高于购买。图 7.6 表明讯远通信公司的这种指标，其评级为 C-，说明存在相当多的抛售。

与上涨/下跌量比类似，笔者更愿意看到所追踪股票的离散指标比率下降。笔者并没有严格的标准，但是在其他条件都相同的情况下对比一个评级为 D 的股票，笔者可能会比分配更少的资金来做空一个评级为 B 的股票。当上涨/下跌量比和离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

散指标评级都大幅下降时，从中期来看笔者更相信股价有可能会在抛售压力下而下跌，因为抛售力远高于购买力。尽管从长远来看判断价格的走势时，基本原理可能会占主导地位，但如果将供求力量当做一个“催化剂”因素来想想，结果会如何？



图 7.6　讯远通信公司评级为 C-，说明它的股票正在被大量的分配（抛售）

资料来源：WONDA 商业软件®截图，版权 2012©属于 威廉姆·奥尼尔+ 有限公司。其保留一切权利

方法 3：注意背离

当股价与指标相互不一致的时候，背离就产生了。例如，当股票价格创下新高而相关指标却未能创造新高时出现背离。

相对强度是一定时期内股价表现的衡量指标，威廉姆·奥尼尔+有限公司更趋向于使用最近价格的来衡量。数值范围是 1～99，99 表示一只股票比 99%的股票表现要好；1 表示一只股票比 99%的股票表现都要差。

笔者寻找两个主要背离，首先分析相对强度线，即加权移动平均的线并与股票的价格走势相比较。如果股价暴涨（相对之前平稳或区间波动的表现显著上涨）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而相对强度线平缓，那么就是一个背离所在。尽管股票价格达到新高，但相对市场的其他股票，这只股票在过去一段时间的表现是疲弱的。也许存在某种原因，其他相关股票表现要好于它。因此这样偶然的暴涨实际上对于多头购买者来说是个负向的背离，而对空头来说却是正面的。

当相对强度线突破新高但股价平缓时，出现另一种背离。股票的表现相对市场更好，尽管尚未在价格上反映出来。这对于多头来说是正面的背离，而对空头来说则是负面的。

例如，图 7.7 表明 WMS 工业的股价在 2010 年 5 月 7 日的周线图表中创下新高，然而相对强度线从 2009 年 10 月 23 日开始未能超过水平达到新高。之后，WMS 的股价在 2010 年 12 月 10 日重新回落，而相对强度线也有明显的下降趋势。每次股票试图推高时，相对强度线就会大幅下滑，而最终一落千丈。渐渐地相对市场其他股票，WMS 的股票受到抛售压力。即使这仍然尚未体现在股价中，但对于空头来说非常有利，对多头来说很不利。

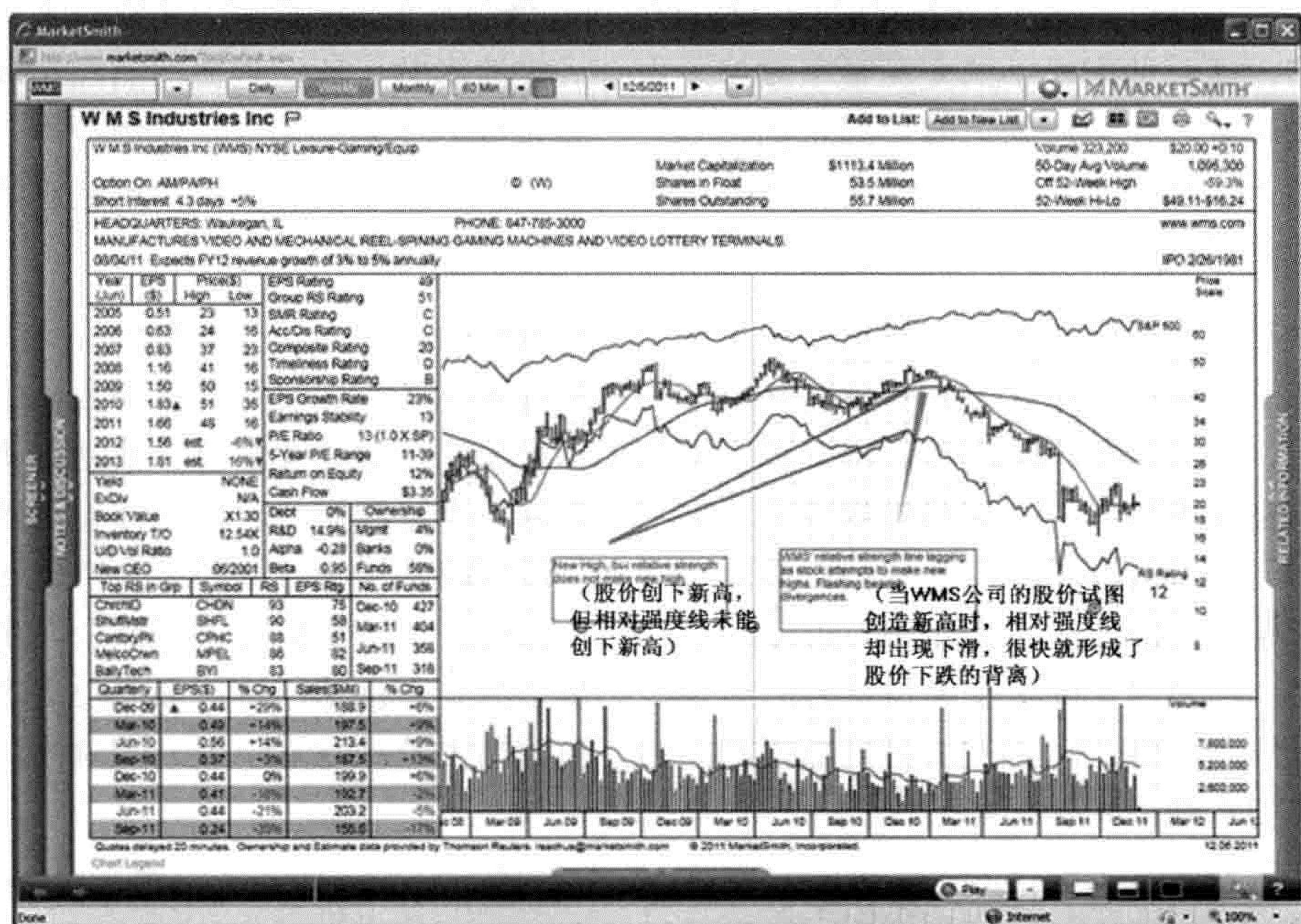


图 7.7　WMS 公司：相对于股价创造新高，相对强度线却明显滞后

资料来源：WONDA 商业软件®截图，版权 2012©属于 威廉姆・奥尼尔+ 有限公司。其保留一切权利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔者还要查看相对强度线的斜率，即图表右侧“正从悬崖上下坠”。如果相对强度线处于下滑趋势，但是股价却处于上涨趋势，则查看跌的背离，即股票的相对强度的下跌没有反应到股票价格中。对于 WMS，到 2011 年 2 月股票才开始下跌。相较于之前的表现，股价显著下滑。相对强度线已经以非常显著的斜率处于明显下滑趋势中，是未来低股价的明显指标[2]。

第 2 个背离与股价走势和交易量相关;如果股票价格创下新高或走出低谷(一段时期的平平价格)，但是交易量却很低，则说明可能没有大量的购买力来维持股票价格的推高。笔者把低交易量定义为低于 50 天成交均量或低于图表中前期的成交均量突破点。为了维持股价上升的趋势，需要更多的购买者来推高价格。除非你证实有大型机构决定支持这只股票的价格，即通过上涨/下跌的量和离散指标，以及对购买者来说有利的背离来证实;否则笔者对这种股价上升的趋势将信将疑。

由于人类的本性的存在，散户注定了是迟到的购买者。他们跟随一个趋势购入股票，只因为越来越多地听说它是一只“热门股票”或其公司是“不会失败的公司”。他们的交易量能够将股票价格推高到一个高水平，这是因为还没有人开始抛售，而且他们较小的交易量积累起来也有一定的影响。他们是典型的高买低卖的投资者，是最后知道麻烦即将到来的人。因为他们买的只是一个营销故事，价格的上涨是证实人们本性的典型例子。即“每个人都这样做，所以我一定是对的”，而大型机构因此以高价把自己的股票卖给散户（个人投资者）。

对于上述潜在事实，奥尼尔做了一个不能再好的比喻。他把大型机构比做一头在浴缸中的大象，所有指标和其股价的背离都预示它们尚没行动。因为从中期来看，当大型机构买进和卖出一只股票时都有大量的资金需要配置，其动作不影响价格是不可能的。这些机构像是浴缸中的大象，不论洗澡的时候怎样不动都会把水溅得到处都是。当然它们也可能会受到主流情绪的影响，随势而为。此时买进得越多，股票上涨得越多。但是当其开始卖出时，要注意接下来可能会发生的下跌。而背离伴随低交易量信号的出现，无疑是散户在行动。这对多头投资者来说行情是看跌的，对空头来说却是利好的。而后当大象从浴缸中出来的时候，还是会把水溅得到处都是。

让我们来看看这些因素在绿山咖啡股票中起的作用，当其在 2011 年股票价格推高时，越来越少的交易量也同时出现（如图 7.8 所示）。当股价在 2011 年 9 月趋向稳定时，上涨/下跌量比仅仅为 0.80。即比 1.0 要小，表明之前 50 天的卖出交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易量比买进交易量要多。离散指标评级也以 D 级别显示了警告信号，在下跌的时期中更多的卖出交易量（可能是来自拥有大部分股票的机构）出现。股票上涨的时期，更少买入交易量出现（可能是来自迟来的散户）。尽管相对强度线为 99，绿山咖啡公司比市场中其他相关的股票表现都要优异。但是问题开始出现，交易量不足以维持新高。除非一些关键因素能够良好地改变而带来新买家，否则绿山公司的股票会陷入危机。因为这样，笔者大幅增加了自己的空头头寸。图 7.8 表明股票价值相对其盈余公告被夸大，这引起了公司问题的多米诺效应，不久股票价格就会暴跌。



图 7.8　绿山咖啡公司：所有的指标都显示其股价将要下跌

资料来源：WONDA 商业软件®截图，版权 2012©属于 威廉姆·奥尼尔+ 有限公司。其保留一切权利

风险总是未知的，因为担心公司负向基本因素变动的出现将降低股票价值，因此多头投资者理性地坚持要求安全边际；空头同样必须考虑一些有利的因素会改变人们的空头观点。就像散户可能为“一次性的好消息”买单，而在散户买单之前私人股本公司或其他机构已经知道要为其基金经理多付报酬了。利用这些技术方法可以降低风险，正如汤姆在多头上的深度价值分析降低了你投资的下跌风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险。寻找最佳时机不是目的，降低选择错误时机带来的风险才绝对是。

方法 4：50 天的移动平均线是马其诺防线（最后防线）

应该清楚，运用过多的指标、移动平均线和其他图表中不必要的数据计算一只股票的走势没有必要。它们都只不过是价格的衍生品，价格是我们都显而易见的。然而笔者确实重视的一个衍生指标是价格的 50 天移动平均线（50 DMA），50 天对消除价格噪声已足够长，当然对中级趋势仍然太短。例如，当一只股票价格突破（降到平均线下方）其 200 天移动平均线（200 DMA）的时候，价格可能已经经过大幅下降而缺乏下行空间（相对于 50 天均线是一个相反的结论），这给空头交易的风险没有留下足够的报酬。

笔者把 50 天移动平均线看做短期股价的马其诺防线，在股价大幅向上行或下行移动之前，它是那些希望抑制或推高价格的最后一道防线。一旦被突破，不论上行还是下行，一只股票都会在那个方向上越走越远。

对 50 天和 200 天移动平均线来说，有一点非常值得注意。即任何曾经跌落至零的股票都突破了这两个水平线，这似乎对大多数读者来说都是显而易见的，但是这是值得高度注意的信号。当股票低于两条水平线时，关注多头或空头的基本要素才是最重要的。你可能会想，“它已经下降这么多了”，后面一定会上涨而获益，但是它可能真的随时会崩盘。作为空头一方，当股票跌破其 50 天平均移动线时笔者希望能同时看到显著的交易量，大量的交易量表明机构不顾一切地降低股票价格。

50 天移动平均线是空头的一个工具，但不是灵丹妙药。一只股票可能下行突破平均线后反弹，重新获得其上行趋势。然而在平均水平上持续卖出是未来潜在看跌的信号，因此笔者还要分析当前 50 天移动平均线周围价格的交易量。而且要分析在过去这些价格的交易量，如过去 12 个月这些的价格的交易量。把股价想象成一个洋葱，每次它以高交易量跌破 50 天移动平均线时股价的洋葱皮就被剥离了，直到什么都不剩。将没有任何购买力来维持股票价格，并且最终陷入大幅下跌趋势中。

在 50 天移动平均线左右的价格上交易并最终获得巨额利润前，需要付出许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小的损失，在其像预期的那样起作用前可能会有 8 次交易。所以只要你首先理解为什么要交易，一旦开始更多的是你如何完成每次交易。2011 年初，瞻博公司的股票便很好地展现出了在获取高额利润前的波动可能会带来的微小损失（如图 7.9 所示）。

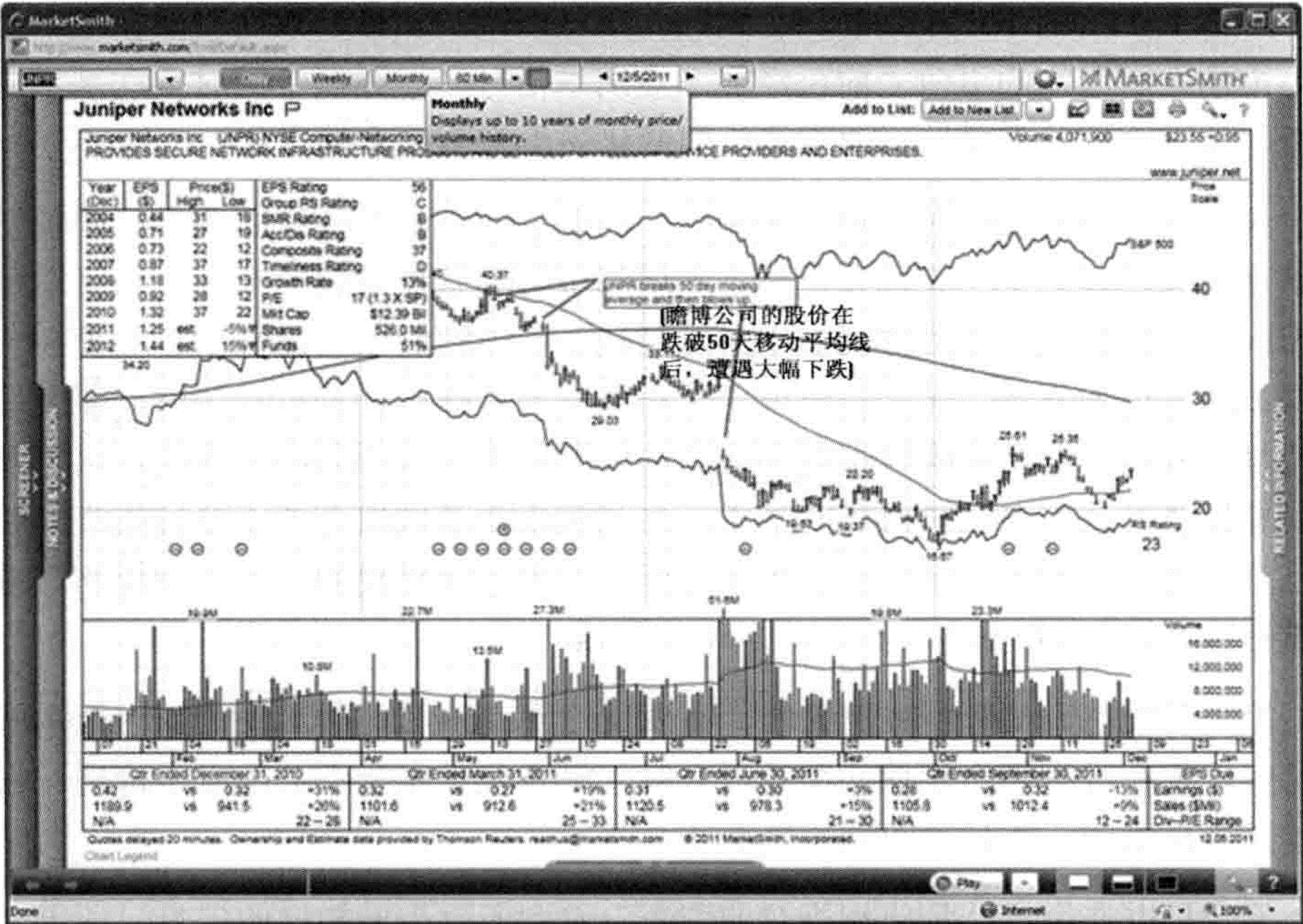


图 7.9　瞻博公司：在 50 天移动平均线左右的价格上交易，付出一些小的损失后遭遇大幅下跌，

资料来源：WONDA 商业软件®截图，版权 2012©属于 威廉姆·奥尼尔+ 有限公司。其保留一切权利

我们在第 2 章中已经讲过瞻博公司的情况，强调了收入确认政策的变动如何导致过高的增长，这是股票在基本要素恶化前开始下跌的经典案例。股票在 2011 年 1 月 20 日以高于正常水平 188%的交易量跌破 50 天移动平均线。但是股票在 3 月初又快速反弹到 52 星期以来最高点。

在 3 月 18 日，股票又以大量交易量突破 50 天移动平均线。而且瞻博公司再一次地快速反弹，东山再起，可是这一次却未达到新高。第 3 次更吸引人，4 月 4 日瞻博公司股票以高于平均交易量的水平突破 50 天移动平均线，当日以接近最低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点的 3.6%闭市，这只股票已经很疲弱了。之后在 7 月 27 日的盈利预警公告中股票陷入极度困境，以近 5 倍的平均交易量下跌 21%。在 8 个多交易日中，它增大了下跌程度至 35%。截至 2011 年 12 月 5 日，以没有高于 50 天移动平均线的水平收市。

价格上 21%的下跌正是瞻博公司收入确认研究的实证，然而股票在基本要素成为市场众所周知的事情之前已经显示疲弱的信号。这强调了同时关注基本要素分析与技术分析的重要性，通常势头的变化先于基本要素的变化。

人们很容易就会陷入为解释时刻变化的股价而宣称的种种原因中，即使它们并不是那么重要。某一天你发现一个主要经济体抽资推动股价升高，却又发现第 2 天同一个或另一个经济体突然不景气赔钱了，导致股票一路狂跌。即使在一天之内波动也更加疯狂，尤其是出现了像高频交易这样的计算机程序后，即使最理性的投资者也无法回避媒体报道和最新的股票报价带来的恐慌与贪婪。这些噪声会引导投资者认为自己对市场有察觉，并哄骗投资者做出有悖于自身策略和超出自己竞争能力范围的决策。并使每个投资者摒弃了最重要的，即有规律和可重复的投资过程，因而被困在一片荒凉之中亏了钱。

笔者曾经整天都盯着报价机器，在血压达到 160/120 时承受的压力根本就不止这些。现在没有超出预期的绩效损失时，笔者几乎完全不关注盘中价格。收市价才是最重要的，而且时间越长越重要。

笔者可以在每日、每周和每月的图表上看到所有想要知道的信息，如果一只股票价格空前地高，那么在它达到最高点之前每一瞬间如何表现都不重要；如果一只股票在多年震荡走势之后在一个月的线图中突破开始上行，则比股票在过去几天或几小时发生了什么要重要得多。

技术人员像日内交易员（短线者）那样闪电般地快速交易，一些人这样做，另一些人则不然。笔者关注基于较长时间的图表的一些重要的度量指标，并为给股票走势图表排列的优先次序是月线图、周线图和日线图，笔者倾向 3 个图表都向着同一方向走动。如果日线图走势向下而周线图仍然稳步上升，那么笔者会赋予周线图更高的权重。对于月线图也是如此操作，3 个图表间的同向变动可以让笔者更加坚信自己的交易可以获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法 5：风险管理比挑选股票更重要

在你追寻利润最大化的过程中，风险管理是关键因素。控制损失可能不如关注上行风险那样有趣，但是赢取回报更加至关紧要。大多数投资者关注前方的蓝天，但是你只赚取了不被雨淋湿时的钱（可能不会太多）。许多历史中最有成就的投资者不是靠全垒打获得自己的惊人的记录的，靠的是避开那些可能会摧毁他们多年经营的投资组合回报的炸弹而获得的。为什么对风险管理来说，你的交易规模和是否积极地管理它们要比仅仅选择一只股票要重要得多？就是这个原因。

看一下两位著名投资者相反的风险管理理念，首先亮相的是比尔·米勒支持的策略，以莱格曼森价值信托基金的基金经理 1991 年—2006 年连续 15 年击败标准普尔指数 500 而闻名。其策略是“平均成本最小化取胜”，一旦做出决策，则给出了证券的估值。如果其价格下降，他更愿意买进更多的股票来降低自己的平均成本。如果他的研究证明是正确的，即股票价格恢复，那么与没有降低平均成本相比，他就能赚取更多的回报。

而另一个策略是由保罗·都铎·琼斯使用的，他在都铎投资公司为自己及其投资者赚取了上亿美元，琼斯的策略是“亏损者才会平均其亏损”。换言之，如果你的平均价位降低，则会损失更多，因为你会重复自己的错误。琼斯不会增加那些不按自己期望方向发展的股票；相反，他会赶紧脱手以免多受损失。然后趋向于增加对个人有利的股票头寸，他采用的是技术分析。

哪种策略是正确的？在自己看来，米勒的策略有风险，而且过于自信。每次下跌都买进更多地是假定你知道一些市场不知道的信息，而静待丰厚的回报，一直到证明你的分析正确为止。这从理论上听起来不错，但是当你持有看似出众的公司股票时，会发生什么而无法快速恢复？就像安然公司、世界通信公司、美联银行、比尔斯通、美国国际集团和房地美那样的公司一样。米勒在其基金中持有所有这些公司的股票，正如他遭遇的那样，这种策略会摧毁绩效。他并不了解自己所持有的股票。

相对来说，琼斯的策略让你在市场中能够待得足够久，足以让你弄懂所研究的股票并以更小的风险实现更高的回报。当 2008 年最低谷出现时，都铎投资公司最成功的基金只损失了不到 5%。而莱格曼森价值信托基金损失了超过 55%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比 11 倍还多。米勒混淆了账面上的增长与由有形资产支撑的价值增长，当不了解这些公司的承保情况和其他常规情况或投资时他平均了财务报表和其他黑匣子。

在自己的基金中，笔者应用了改编的琼斯方法。首先笔者设定了一个目标头寸规模。有严重激进会计问题的公司通常是 5%，有更少危险信号的公司可能只设定 2.5%的目标。而后笔者不会一次全部做空，对于 5%的头寸，最初可能只做空 2%。如果股票开始廉价出清，便增加自己的头寸。如果笔者的理论证实为正确的，公司错过了盈余估计而股价惨败，笔者的头寸现在便是效应最大化；如果股票稍微向偏离笔者的方向移动，笔者可能做空更多。例如，从最开始的 2%增加到 3%。然而如果股票持续向偏离笔者的方向移动，笔者不会再增加更多，直到股票开始再次下跌。

在空头角度上，笔者不采用比尔·米勒的策略可能会变成“平均成本最高取胜”。如果股票持续走高，笔者会停下以保安全。即止损订单，超过近期最高点来缓解头寸，以防持续攀升。以笔者的经验来看，股票很少达到新高而后崩溃。它们达到新高廉价出清，再次上涨。但不会那么高涨，之后才崩溃。上市公司几乎总是在重大问题出现之前开始抛售，散户是最后起步交易的，但是机构，即那些在浴缸中的大象已经开始抛售了。你不一定相信，但是可以在股价和交易量中发现这一点。

总结

通过这个策略，笔者的投资组合总是趋向对自己有利的方向而远离不利的方向。如果策略起作用，能够获得高额回报的话，笔者乐于在一只股票上付出许多次少量损失；如果笔者完全判断错误，则会通过减少持有那些股票的头寸来最小化损失。汤姆和笔者可以控制我们的进程，但是无法掌控结果。

对于风险管理来说，控制并积极管理比你最初选择股票更加重要。错误地选择一个最大的输家，那么你就出局了；适当掌握头寸，那么你就能一直保持必赢的状态。

威廉姆·奥尼尔+公司是一家注册投资顾问服务机构，提供研究和市场数据，包括 WONDA（网达）到超过 350 家世界领军的机构投资专业人士。威廉姆·奥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼尔+公司成立于 1963 年，总部位于洛杉矶，在纽约、波士顿、芝加哥和伦敦都设有办公室。

通过将关键的基本和技术数据放置在一个简单易读的专有数据图中，WONDA 提供超过 55 000 全球股票上市的途径。额外的好处包括省时的预置列表，快速筛选、专有的评级，以及找出新灵感和监控现有控股的排名。详情请访问 www.williamoneil.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章

市场择时（揣测最佳时机）

识别长期的与周期性的牛市与熊市／184
认识市场历史，虽然这取决于年龄与经验／187
理解长期中资本损失的问题／190
限制损害远重于追逐收益／191
有针对性的技术分析／191
移动平均线／192
死亡交点／192
提升绩效：持有债券而非现金／194
小盘股与大盘股间的现金流／196
当前提供的市场择时信号／201

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和技术分析一样，市场择时也是备受争议的。大多数市场择时评论者同意这样的看法，即“这不是测定市场的时间，而是你在市场中的时机。”

每个基本的多头投资方案都包括关于“买进”和“持有”的某种策略，不论是由于某种特定因素，还是为了在现值和内在价值间套利或二者兼有，投资者买进便形成了一个多头投资。本章写给那些希望在熊市中避免巨额损失或“回撤”的投资者，回撤是一个风险管理的术语，指的是在某个投资周期上资产价值的下降。即使长期来看回报可能会很优异，但回撤仍是可怕的。

回顾第 1 章中晨星公司对 CGM 聚焦基金（由成绩卓著的理财经理 Ken Heebner 经营）的投资分析的讨论。尽管这家公司长期以来每年的业绩都很出色，但晨星公司相信大多数 Heebner 的投资者都损失了其财富。CGM 聚焦基金的回撤，即暂时的账面价值大量损失时期加深了普通投资者在低点时的恐慌而将其抛售。有时这些投资者又因为牛市良好的感觉而热情地回购，这样的验证性偏误导致他们总是高买低卖而赔钱，就像晨星公司对 CGM 聚焦基金的普通投资者研究的那样。

让我们再看看“市场择时”，受益于约翰的空头风险管理和汤姆的多头策略构成的多空投资组合策略的好处，以及下面约翰所讲的择时相关的技巧，多头不用再担心自己的头寸。根据约翰介绍的空头管理和实用的择时方法，我们不再需要掌握过于专业的市场择时理论。为什么？因为只要照着约翰那样做，我们面临回撤的几率会减小很多。

在现实中只有少数的基金经理人拥有坚定不移的客户，通常是富裕的亲戚或基金以往的业绩极好为其带来了很长时间的商誉。也只有这样的基金能够在经历糟糕的一年关闭后又重新开放，投资者会令人费解地愿意再进行投资尝试，而这样经理人可以再获得一个极好的业绩！也只有少数的投资者能够理解市场周期并镇定又坚定不移地在巨大的损失中坚持下去。正如在 2008 年—2009 年和 2000 年—2002 年，抑或是更久以前，如 1973 年—1974 年时，他们的资产不论名义上还是扣除通货膨胀因素后都遭受了巨大的损失。

更多的多头投资者不能战胜其情感，也可能是没有更多的长期资本，因而别无选择地只能利用市场择时和技术分析来避免损失。投资者可以利用本书中介绍的多空组合策略和择时技巧来降低损失，战胜情感而后增加财富，而那些损失较少的人将会有更多资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以让我们看看如何利用市场择时来避免在熊市和震荡的市场中的大幅回撤，即高峰值与低谷值的巨大差距。

识别长期的与周期性的牛市与熊市

牛市和熊市可被称为“长期”或“周期性”的，一个长期的牛市或熊市是指分别在很长一段时间中主要趋向上涨或下跌的市场，平均为 17 年；一个周期性的牛市或熊市是指在一个长期性的牛市或熊市中，持续较短一段时间的分别趋向上涨或下跌的市场，一般为 1 年～4 年。

一个多世纪以来，长期牛市的历史平均持续大约 12 年，但是长期熊市平均持续 21 年。图 8.1 所示为自 1900 年以来的牛市和熊市。股票市场不是以直线上升的，其中有大幅下跌和震荡的市场，在市场择时时鉴别和避免那些下跌时期是第 1 步。

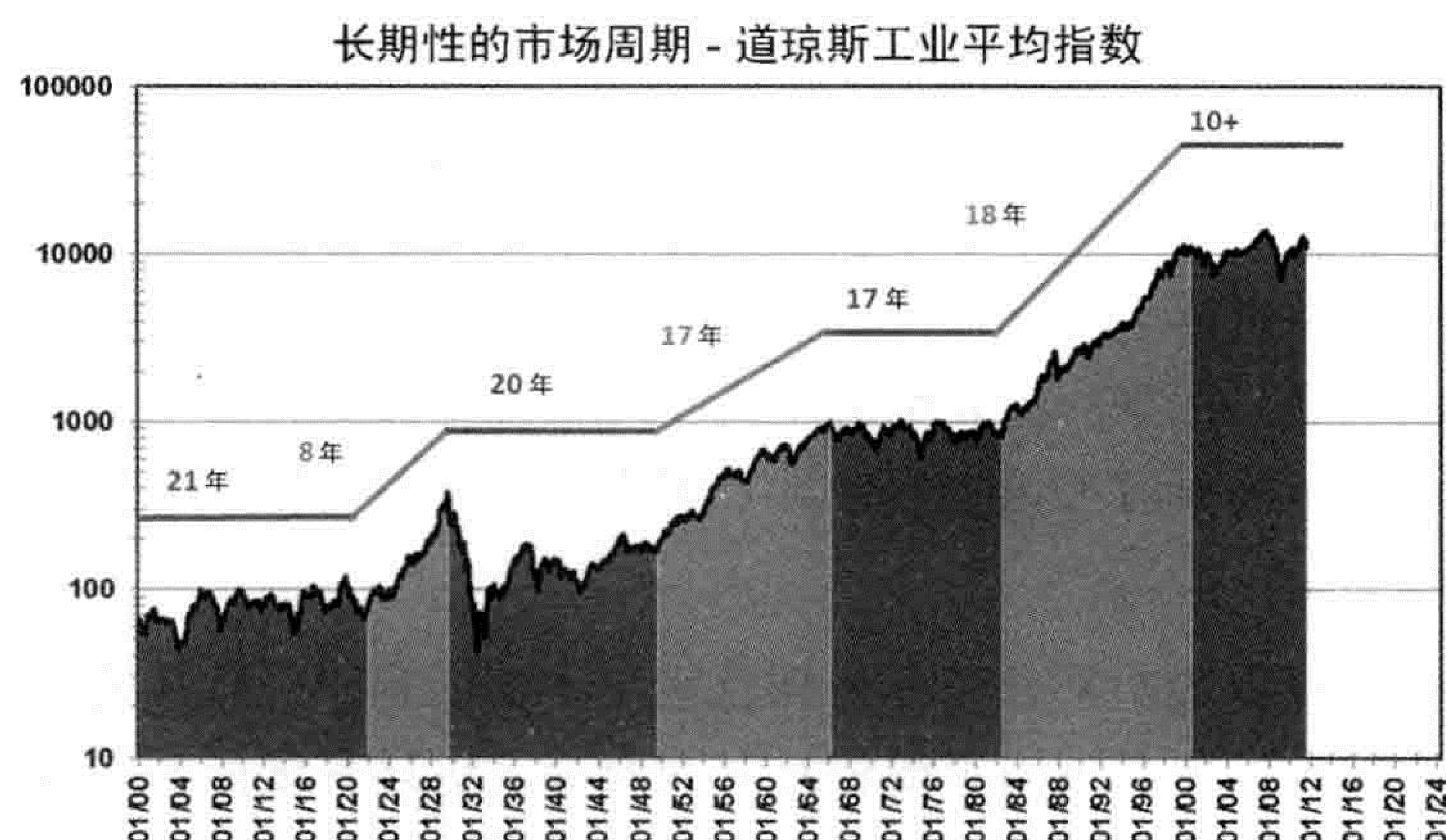


图 8.1 过去 111 年间的长期性的市场周期

一个投资者弄懂股票市场过去的主周期至关重要，过去 70 年中第 1 个关键时期是 1949 年—1966 年的一个长期牛市（见图 8.2），每年平均收益为 14%。那些选择买入并持有能反映市场平均价值的股票的投资者（之后完全代表平均价值的就是道琼斯工业平均指数，即 DJIA）在这期间都成功了，尤其如果他们能够定期地投资和利用股息再投资。虽然缺乏最近几十年出现的指数基金或更常用的标准普尔指数 500、罗素指数或威尔希尔指数，但是投资者倾向于购买 DJIA 中更大型和更知名的股票，实际上这些股票将其回报与 DJIA 联系起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

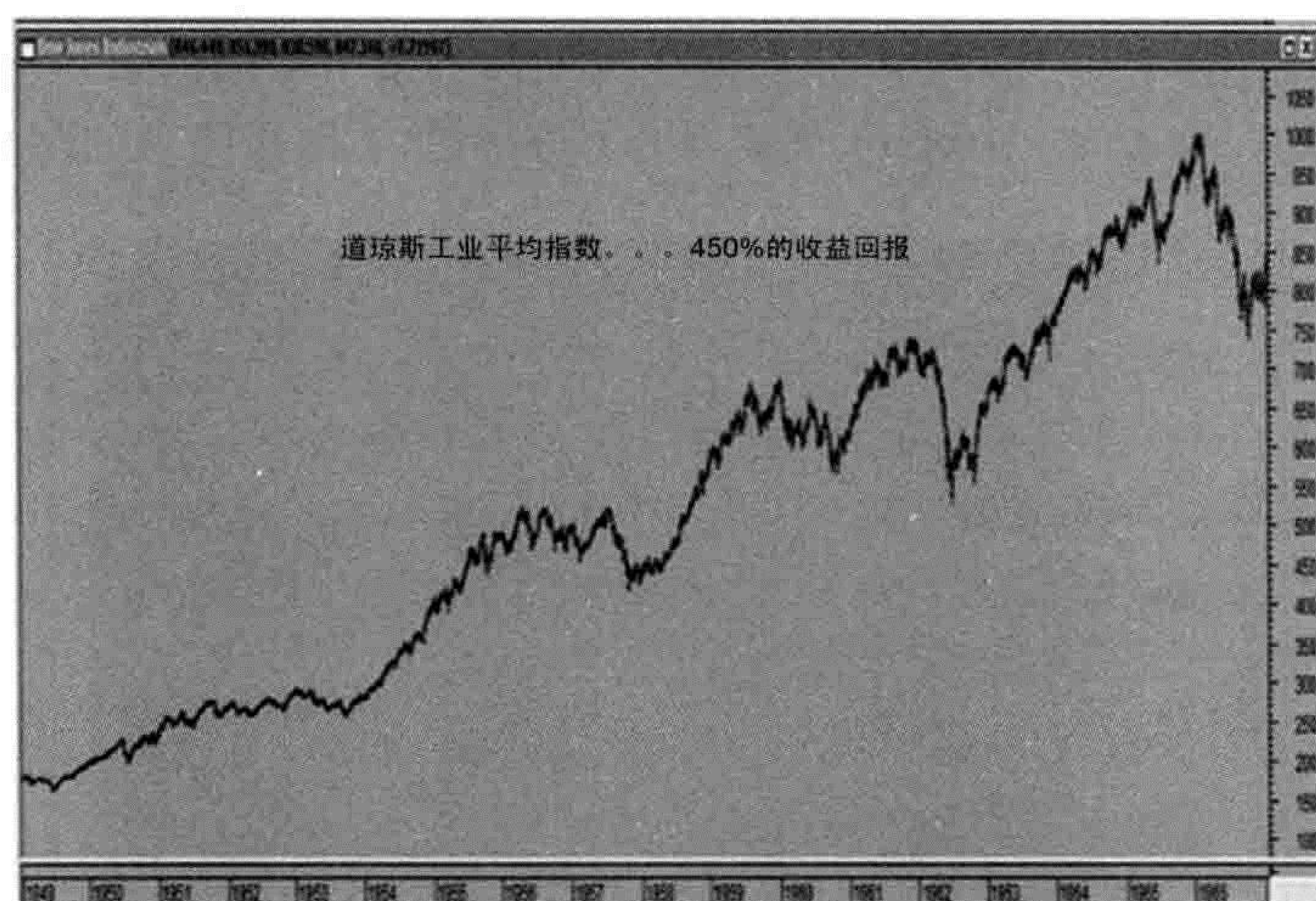


图 8.2 道琼斯工业平均指数 - 1949 年到 1966 年的长期牛市

收益停滞了多次，在 1962 年和 1966 年还有两次大的损失。1966 年—1982 年存在市场给予买入及持有者非常少的收益时期，这尤其要归咎于 1973 年—1974 年的熊市和通货膨胀的长期损失。少数多头投资者能够抵挡 40%的下跌，损失多年积累起来的较少的收益。图 8.3 所示为从 1955 年—2004 年的 DJIA，表明从 20 世纪 60 年代中期～80 年代中期表面震荡的市场。

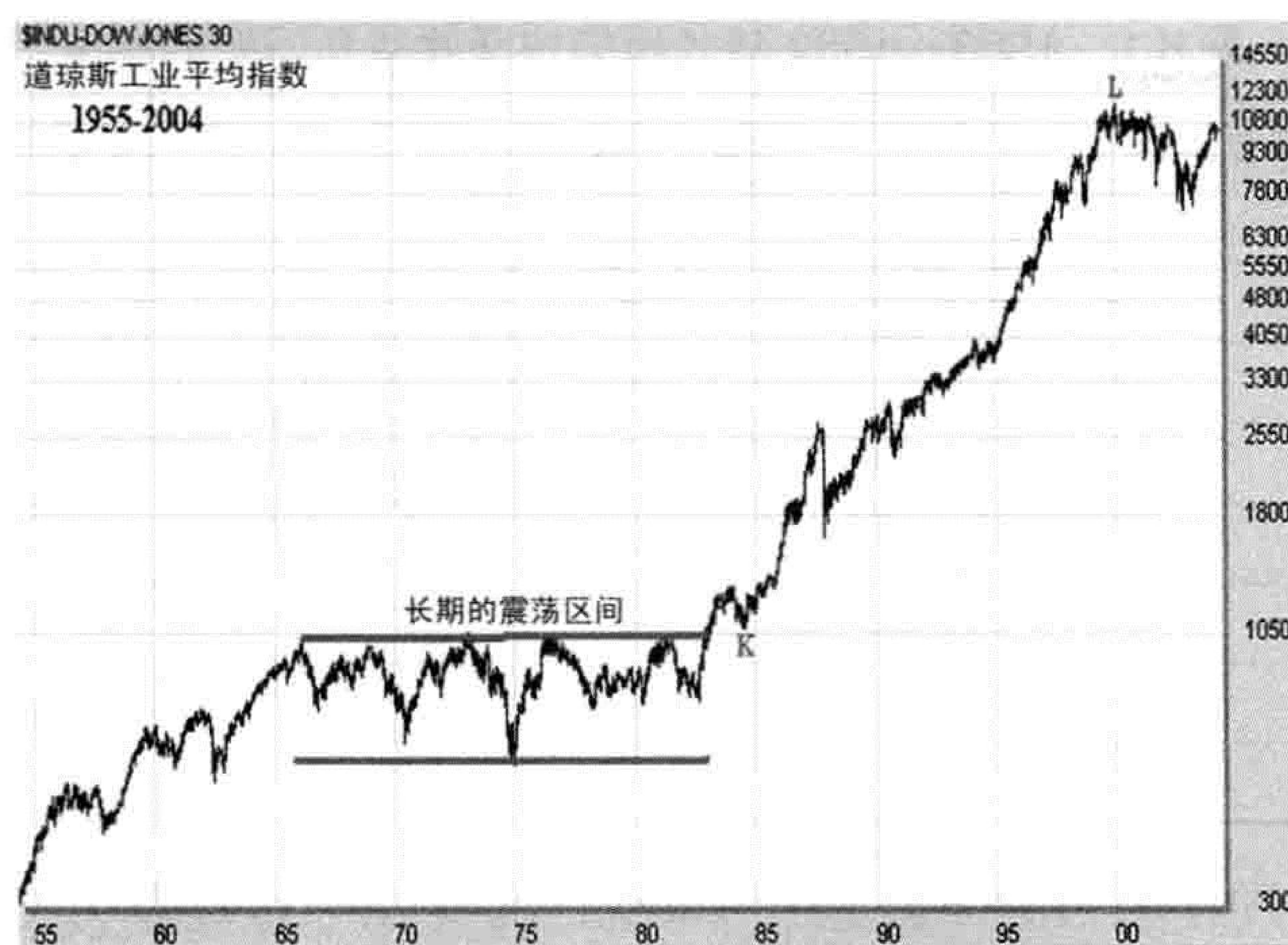


图 8.3 1955 年到 2004 年的道琼斯工业平均指数，20 世纪 60 年代中期到 80 年代中期的表面震荡的横向市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在看似平缓的交易区间中，分别存在周期性牛市中激增的收益与周期性熊市中激增的损失。1966 年—1982 年间震荡市场的周期牛市和熊市如图 8.4 所示。

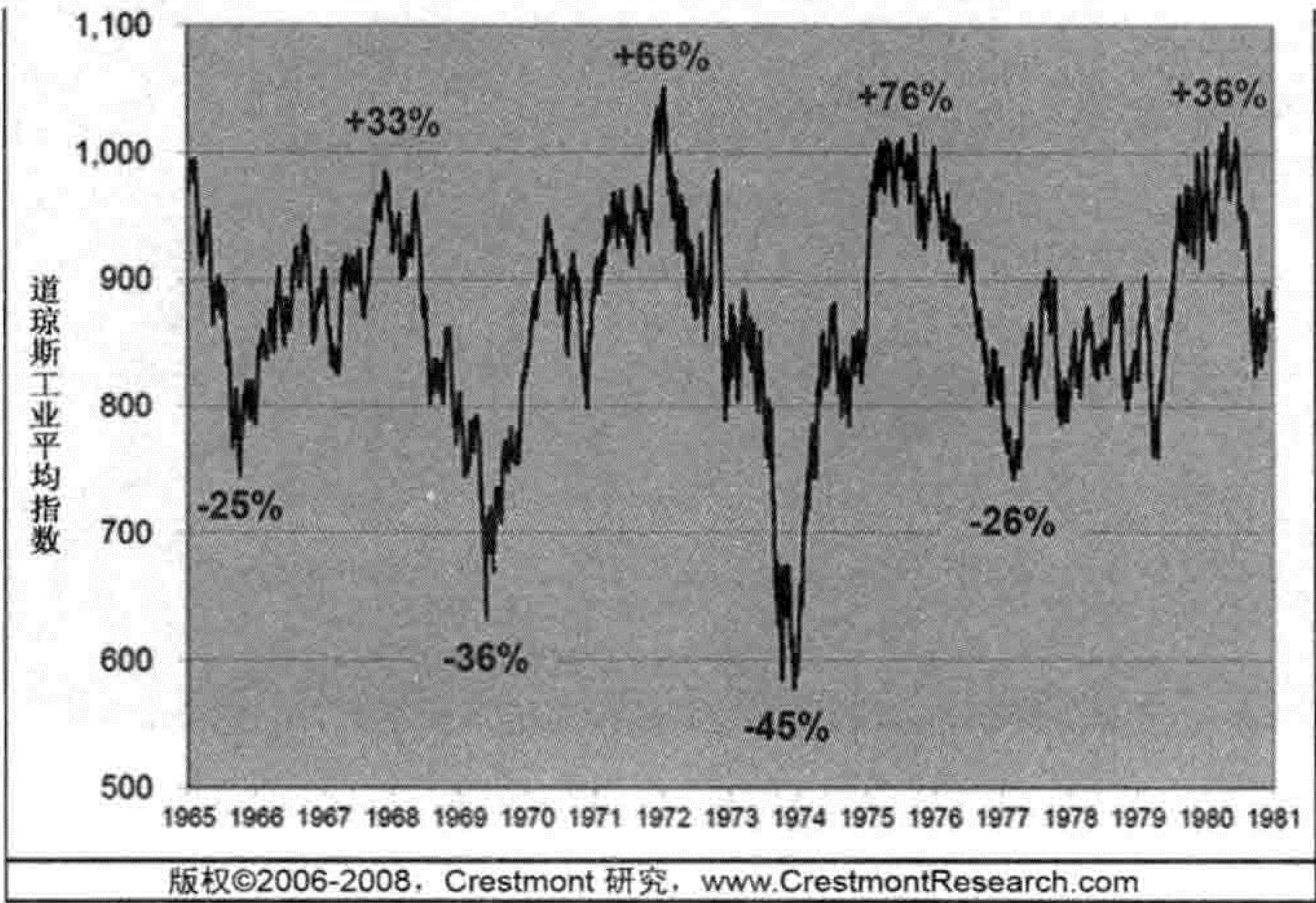


图 8.4　1966 年到 1982 年间震荡市场仍存在激增的收益和损失

资料来源：版权©2006-2008，Crestmont 研究，www.CrestmontResearch.com

1968 年—1982 年间的上涨与下跌揭示了什么是一个真正的长期熊市，如表 8.1 所示。

表 8.1　1968—1982 年长期熊市间收益和回撤的幅度

总计运作资金	收益/（回撤）	在拐点的净值
$100	(25%)	$75
$75	33%	$100
$100	(36%)	$64
$64	66%	$106
$106	(45%)	$58
$58	76%	$103
$103	(26%)	$76
$76	36%	$103

这段期间内周期熊市的下跌总计 146%，而周期牛市收益为 211%，考虑 50% 的通胀后的实际收益仅有 3%。定期投资与股息再投资无法弥补这惨淡的 16 年，这 16 年确切地说被称做“迷失的数 10 年。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认识市场历史，虽然这取决于年龄与经验

到 2000 年，一个 35 岁或 40 岁左右的人有可控的贷款，薪酬包括 401k 计划部分、大学基金和可供投资自由支配的现金（不可否认这是当前社会的小部分人能达到的退休标准，但有一天可能只有一个人能够达到这个标准）。但是却有 17 年～22 年，即从 1982 年牛市开始的投资生涯，这段杰出的 18 年牛市由美联储主席保罗·沃尔克抑制住通货膨胀开始。经济走出衰退，带来了一段长时期的债权牛市（低利率，债权价格向反方向移动），还伴随对降低通货膨胀预期的信心。

大多数投资者并不了解那段迷失的 1966 年—1982 年时期，因此只看见了艳阳天。即 1982 年—2000 年间只有 1987 年的一次短暂下跌，这次下跌也仅仅证明了“逢低买入”这样新想法的正确性。指数投资者在这期间赚取了高额利润，标准普尔指数 500 与纳斯达克的总回报分别为 1100%和 2600%。市场以长年的标准普尔指数 500 年化 20%～25%的两位数收益。回报那些押进一切的投资者，投资者需要经受得起 1998 年中纳斯达克 35%的跌幅和标准普尔指数 500 19%的跌幅，但是由于人类的本性决定了他们是经受不起的（就像 Heenber 的试验）。

在 20 世纪 90 年代末，散户大量进入股票市场，投资者利用由 401（k）计划受益的资金通过在线折扣经纪机构进行低佣金交易。随着市值的急剧上涨，投资者大批涌入。1987 年股市下调、1990 年熊市、1998 年的亚洲危机和长期资本管理公司的破产仍然只是增强了他们对“逢低买入”的颂歌。直到 1999 年，那些从 1982 年长期牛市初期入市的年轻人步入了成家立业时期，他们完全疯狂地参与其中。最终遭遇了牛市的溃败，并且他们对 2000 年～2002 年中漫长又缓慢的通货紧缩完全没有准备。似乎这只是一次技术泡沫，并没有真正影响知名的大盘股。尤其当标普指数 500 在 2007 年重返崩溃前的水平时，你会这样想。经过 2008 年～2009 年的崩盘全都完了，尽管市场在 2009 年之后有一些恢复性的上升，但是一个更长的迷失的 10 年直到 2011 年仍未结束。

当然还是有许多强力回弹的年份，如 2003 年和 2009 年，以及某些表现更好的月份。但是真正让指数投资者损失大量钱财的是在 2000 年—2002 年，以及 2008 年。标准普尔指数 500 的指数交易基金（美国证券交易所：SPY）中 2000 年 1 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3 日～2011 年 9 月 30 日，投资者得到的是糟透的–6.88%和–0.61%的复合年均增长率。指数投资者在史上最严重的熊市之中，试图紧紧抓住他们不断下滑的投资组合，SPY 从 2007 年 10 月的顶峰下跌 55%至 2009 年 3 月的最低谷。股价从高峰到低谷的变动击垮了许多投资者，眼睁睁地看着自己的退休储蓄变成一半。如果他们经受得住 2000 年～2002 年的下跌，或许能坚持到 2007 年。尽管艰难度过了，但是之后的 55%的损失却给他们更沉重的打击。这需要 123%的收益来重返平衡，并且也本来是可以通过市场择时来避免的。

图 8.5 所示为从 2000 年 1 月 1 日～2011 年 10 月 1 日间在 SPY 中投资$100 000 的指数投资者的两次主要下跌。

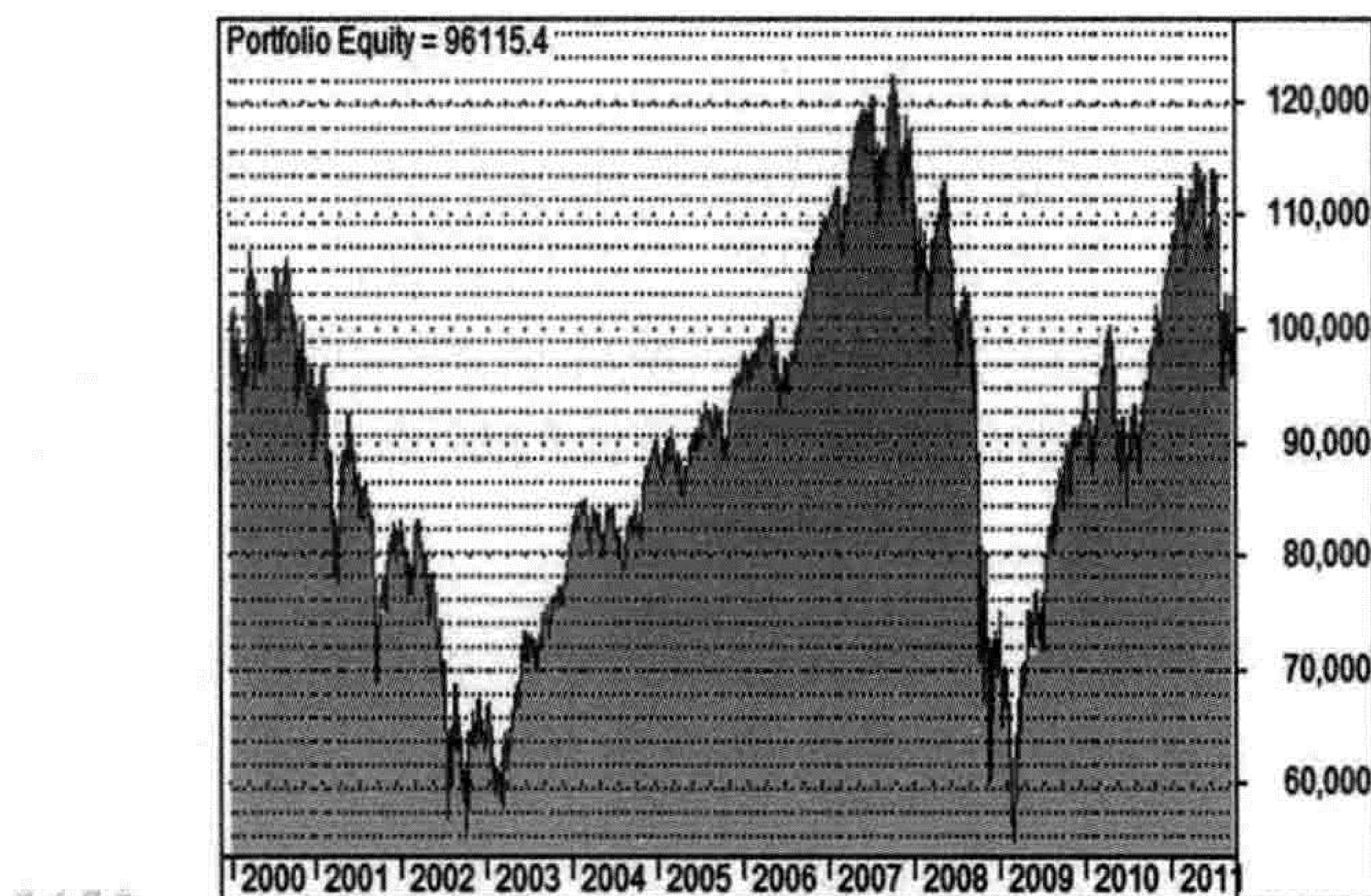


图 8.5　标准普尔指数 500 的指数交易基金的两次主要下跌：2000 年 1 月到 2011 年 10 月

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com,所有参考 Amibroker 的图表都是使用他们的工具和分析方法，并是经过许可的。

图 8.6 所示为 2000 年—2002 年和 2008 年—2009 年下跌的幅度，图 8.7 所示为 2001—2011 年期间买入和持有 SPY 的月度表现分析。

要注意连续失败的一系列月份，如 2008 年 9 月～2009 年 2 月与 2002 年 4 月到 2002 年 9 月一样长，但是幅度却更大。投资者意识到越多的连续损失，负向的复利和下跌就越严重，投资组合的破坏也越严重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的回撤

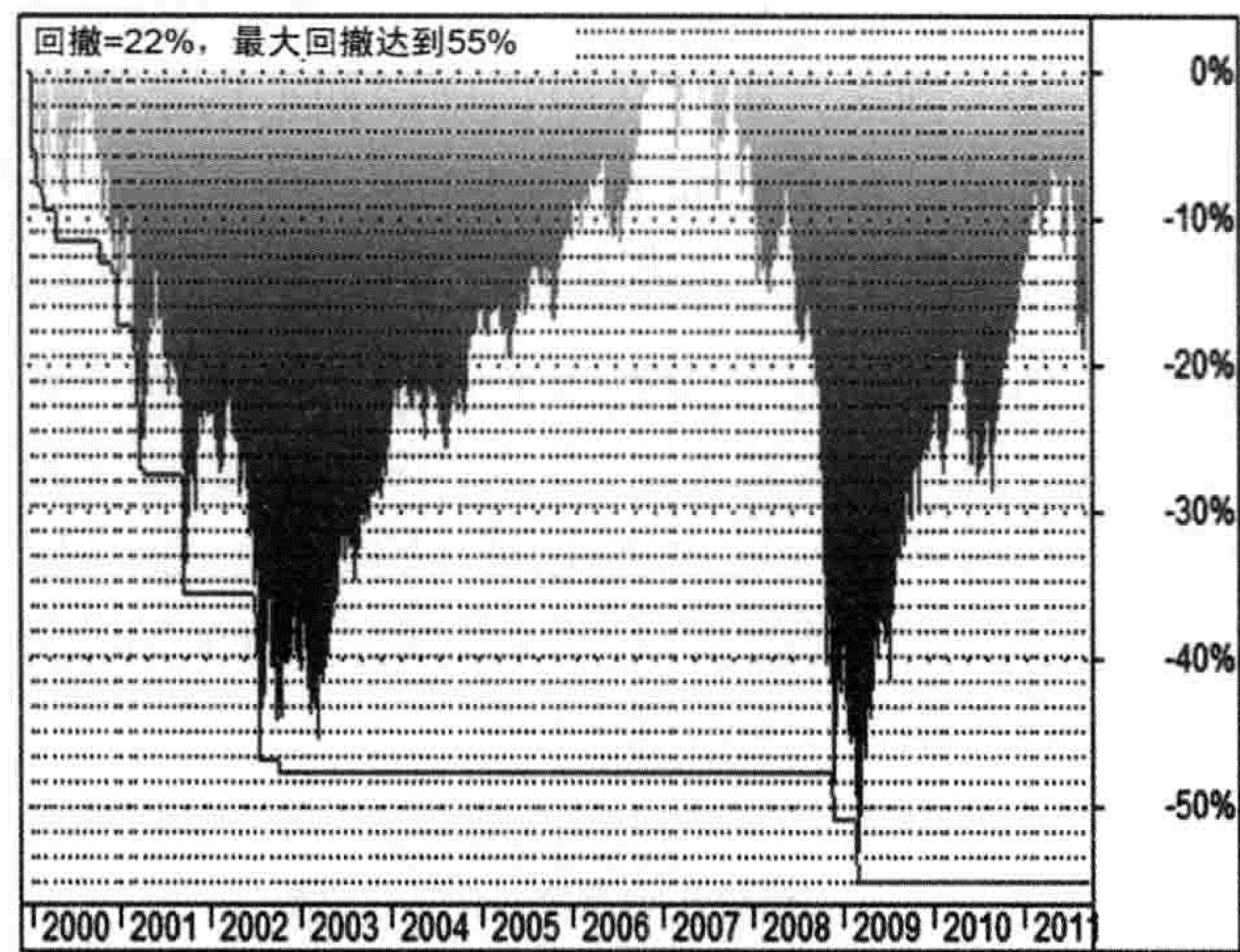


图 8.6　从另一个角度去展示图 8.5 中的下跌，强调回撤的幅度

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com

收益表

年度	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一	十二月	年收益率
2000	-3.1%	-1.8%	9.5%	-2.8%	-1.2%	1.6%	-2.3%	6.0%	-5.4%	-1.0%	-7.2%	-2.3%	-10.5%
2001	7.1%	-9.7%	-8.1%	11.3%	-0.3%	-1.8%	-1.6%	-7.1%	-7.7%	4.1%	4.5%	1.9%	-9.5%
2002	-2.5%	1.0%	1.0%	-4.7%	-4.4%	-6.7%	-8.5%	-0.6%	-2.5%	5.3%	4.3%	-2.8%	-19.9%
2003	-5.3%	-2.5%	2.7%	6.8%	5.9%	1.6%	-0.0%	4.4%	-0.3%	3.8%	1.5%	3.9%	24.1%
2004	2.5%	1.9%	-1.7%	-1.4%	0.5%	0.6%	-1.7%	0.2%	2.5%	-0.1%	5.4%	1.4%	10.2%
2005	-1.2%	1.9%	-2.8%	-0.9%	3.5%	-0.4%	3.4%	-0.9%	0.5%	-1.7%	5.1%	0.5%	7.2%
2006	1.3%	0.8%	0.7%	0.5%	-1.3%	-0.3%	-0.5%	3.3%	1.7%	2.8%	2.5%	1.4%	13.6%
2007	2.3%	-2.8%	1.6%	4.6%	3.6%	-1.1%	-3.5%	1.8%	4.0%	-2.1%	-2.2%	-1.3%	4.4%
2008	-3.7%	-4.4%	2.8%	3.3%	-1.6%	-7.1%	-1.7%	1.4%	-8.8%	-16.3%	-15.5%	14.1%	-34.3%
2009	-11.2%	-14.5%	15.6%	8.4%	7.8%	-2.0%	8.8%	-0.2%	3.3%	1.3%	6.7%	2.4%	24.7%
2010	-3.8%	2.6%	5.3%	2.2%	-10.6%	-4.0%	9.7%	-3.8%	6.2%	3.4%	2.1%	5.5%	13.8%
2011	2.9%	0.1%	2.1%	2.3%	-3.2%	2.1%	-3.8%	-6.1%	-6.0%	N/A	N/A	N/A	-9.6%
Avg	-1.2%	-2.3%	2.4%	2.5%	-0.1%	-1.5%	-0.1%	-0.1%	-1.0%	-0.0%	0.6%	2.2%	

图 8.7　2001 至 2011 年期间买入和持有 SPY 的月度表现分析*

*月度数据是指独立月份的结果，最右边列-年度收益或损失百分比-是累计计算的。（假设一个初始投资金额以及根据月度数据进行收益或损失的计算）

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解长期中资本损失的问题

识别长期市场是一回事，但是从中识别周期市场是另一回事，这才是为投资者带来最终收益的部分。如果投资者能够抓住这些周期的时机，即便是更靠近一些也可以增加收益和减少损失。即保护自己的资本，不再为此难受。

你要明白周期性的下跌对长期资本的影响至关重要，为了证明这些下跌如何真正摧毁一个投资组合，请看图 8.8。其中计算了指数造成损失的影响，以及要在损失增长的同时克服这些损失有多么困难。例如，如果一位投资者在投资组合中损失了 70%，则就需要 233%的收益来重新使投资组合回到最初的价值。这个漫长的恢复期需要相当，相当长的一段时间。



图 8.8 回撤损失的影响

资料来源：版权©2009，Crestmont 研究，www.CrestmontResearch.com

图 8.8 更加显著地展现了之前章节讨论过的一个概念，即33%的收益无法重新平衡下跌了 33%的投资组合（你需要 50%的收益）。对于资产保值来说，避免损失要远比参与获益或追逐获益的势头重要得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

限制损害远重于追逐收益

价值投资者沃伦·巴菲特非常有名望，如果人们认为他的传说有一半是真的，那么他就是一个神。巴菲特，本杰明·格雷厄姆和其他著名的价值投资先驱者发现，如果你通过在低位买进并避免永久性的资本亏损，即留有安全边际，则完全不用担心收益。巴菲特在对冲基金书信中写道他可能只是在熊市中做得更好，而在牛市中与市场的表现差不多，甚至还稍差一点。然而大多数投资者只追逐收益，认为这才是财富的来源。成功的价值投资者与空头的共同的认知是把损失降到最低才是财富的来源，这并不意味你永远不会亏损，而是意味着你应该避免资金损失到未来回报无法帮助恢复现有财富的程度。

本章中阐释的市场择时指出了避免大幅损失的优点，这样不至于让你难以承担而不能重新翻盘。然而为了理解市场择时，你必须首先理解一些技术分析。

有针对性的技术分析

正如第 7 章所讨论的那样，技术分析基于的前提是一个特定市场的市价能够反映供需这一基本驱动因素，如股票市场。就像市场择时不知为何被曲解成预测未来一样，技术分析也被曲解了。二者都不能预测未来，但是都遵循供给与需求决定价格的真理。

大多数技术分析者会以价格图表的形式查看价格走势，通过研究不同时间段的图表投资者可以开始识别市场行为模式并把它们应用于市场择时。

不同于大众的普遍看法，市场择时不是用于预测，而是用于为是否会出现牛市与熊市间的市场转换提供一个参考。由此投资者试图变得理性并利用工具，而不是被情感左右，抛开情感因素正是市场择时和技术分析要做的。

市场择时不关心是什么成就了一家公司的产品或公司 CEO 是不是你的好朋友；相反，市场择时只关心标的股票的价格走势，然而理解风险的投资者明白怎样根据风险做出应有的选择。绝大多数时候，选择都是在高风险高回报与低风险低回报之间的。如果投资者想要获得最高的报酬，那么大多数时候会为了高回报而选择高风险。不过最佳投资者知道根据事先的计算，他们能够以低风险达到高回报。实际上，多头策略与计算风险潜在收益没有区别，只需要运用市场择时和技术分析来达到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者必须要考虑如果通过参与牛市而避免熊市的方法可以最小化与预期收益相关的风险或最大化风险调整后的回报，那么必须了解这些方法。并付诸实践，看看这些方法是否可行，一些与价格走势相关的技术指标的应用可以帮助我们达到想要的结果。

移动平均线

正如第 7 章中讨论的那样，一个重要的指标就是移动平均线，一条简单的移动平均线是由计算超过一定时期的股票平均收盘价而得到的。例如，50 天移动平均线是 50 个连续日收盘价的总和除以 50 得到的。随着时间向前移动，移动平均线重新计算，所以称之为“移动的”。

移动平均线使价格走势变得平滑，因此投资者可以更好地解释一个趋势。如果移动平均线上升，趋势上涨；如果两条不同周期长度的移动平均线相交，那么预示趋势的变动。

死亡交点

一个衡量牛市与熊市转换的非常有用、但听起来很不吉利的判断指标叫做“死亡交点”。50 天移动平均线表明一只股票在近两个月反映在其价格上的供求情况，而 200 天移动平均线也表明了价格在近 7 个月同样的内容。当 50 天移动平均线跌破 200 天移动平均线时，死亡交点出现。这说明相对于长期需求来说，短期需求正在下降；同时显示出市场情绪的转变。

200 天移动平均线的重要性可以超过 50 天移动平均线是否与之相交，如果股票现价移动到 200 天移动平均线以下，一些投资者就会试图卖出自己的头寸，而其他人也不会买进任何低于 200 天移动平均线的股票头寸（均持观望态度，认为市场转折即将到来。就像上一章介绍的那样，这种破位可能会由于超卖反转，也可能就此一跌到底）。因为 200 天移动平均线被认为是主要的支撑线，所以许多技术型投资者不会在其下方交易。如果股票现价高于 200 天移动平均线，而下穿 50 天移动平均线时，持有者可能会撤出（短期内呈下跌趋势）。对于个股、指数或大盘市场，移动平均线都是重要的心理关口，而不论投资者是买进还是卖出。

移动平均线相交，特别是死亡交点在解释一只股票或指数的未来走势上表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何？图 8.9 所示为 50 天移动平均线和 200 天移动平均线衡量的标准普尔指数 500。当 50 天移动平均线（点线）向上穿过 200 天移动平均线（实线），你可以发现呈上升趋势的牛市；当 50 天移动平均线（点线）向下穿过 200 天移动平均线（实线），则出现下行趋势的熊市。总的来说，这个指标为判断是否出现看涨的趋势和看跌的趋势提供了一个非常好的参考。

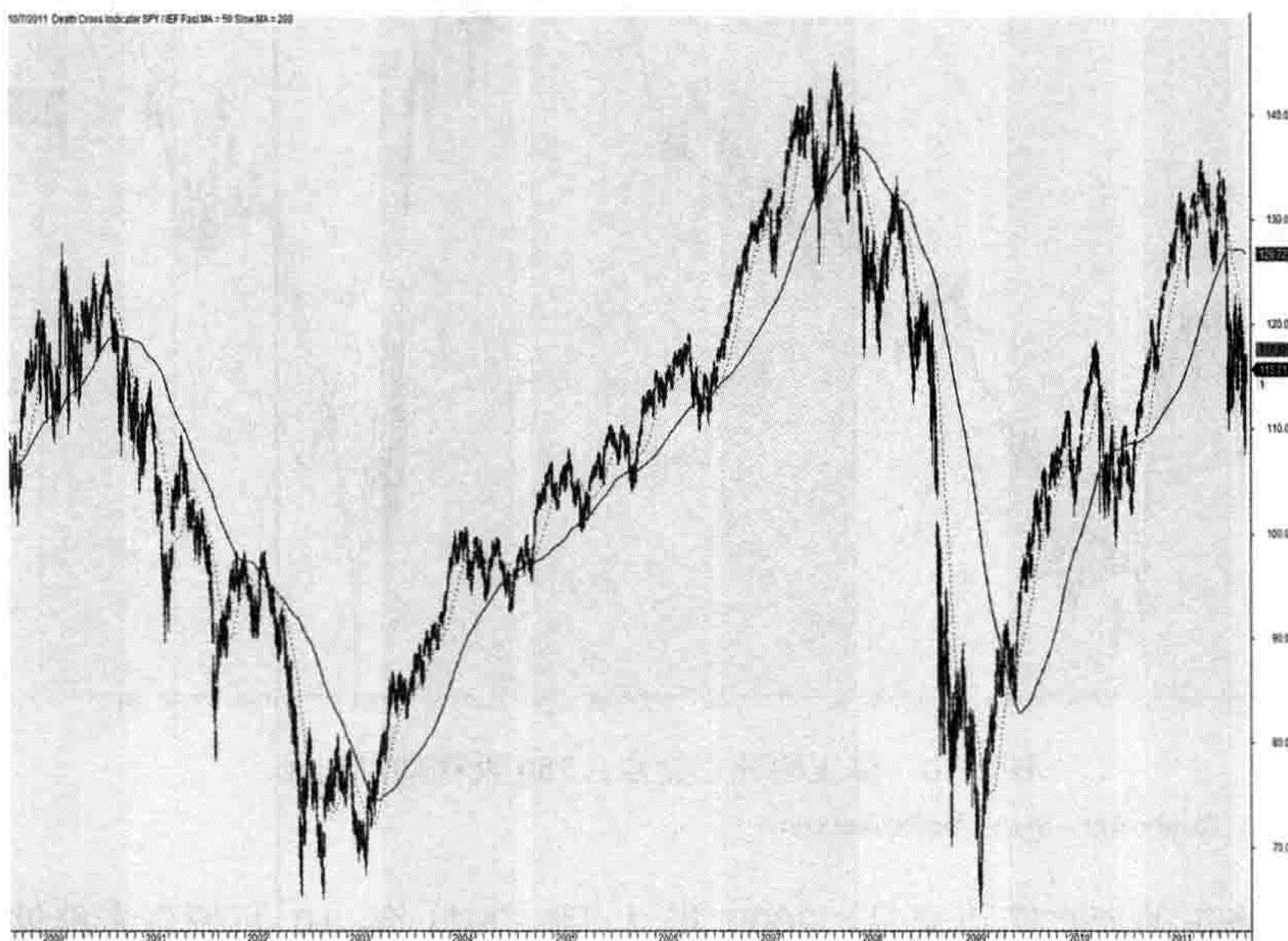


图 8.9 50 天移动平均线和 200 天移动平均线衡量的标准普尔 500 指数

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com

回想 2000 年—2011 年期间，倾其所有投资进去的指数投资者损失了–6.88%，复合年增长率为–0.61%。如果利用 50 天移动平均线与 200 天移动平均线死亡交点信号避免熊市带来的亏损，那么 SPY 将会给你带来现金。即以 5.2%的复合年增长率获得 81%的收益，并且只有–17.8%的回撤，这证明了即便是最简单的技术分析技巧都可以提高投资结果。

在 2004 年和 2006 年，有短暂的被称为"双重损失"的时期。这个时期是指虽然 50 天移动平均线与 200 天移动平均线相交预示交易者撤出市场，但 50 天均线只是转了一圈在几周后又回到 200 天均线上方。双重损失是令人沮丧的，把 200 天移动平均线扩展到 250 天移动平均线可以消除双重损失。图 8.10 所示为利用 250

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天移动平均线替代 200 天移动平均线后修正的死亡交点。

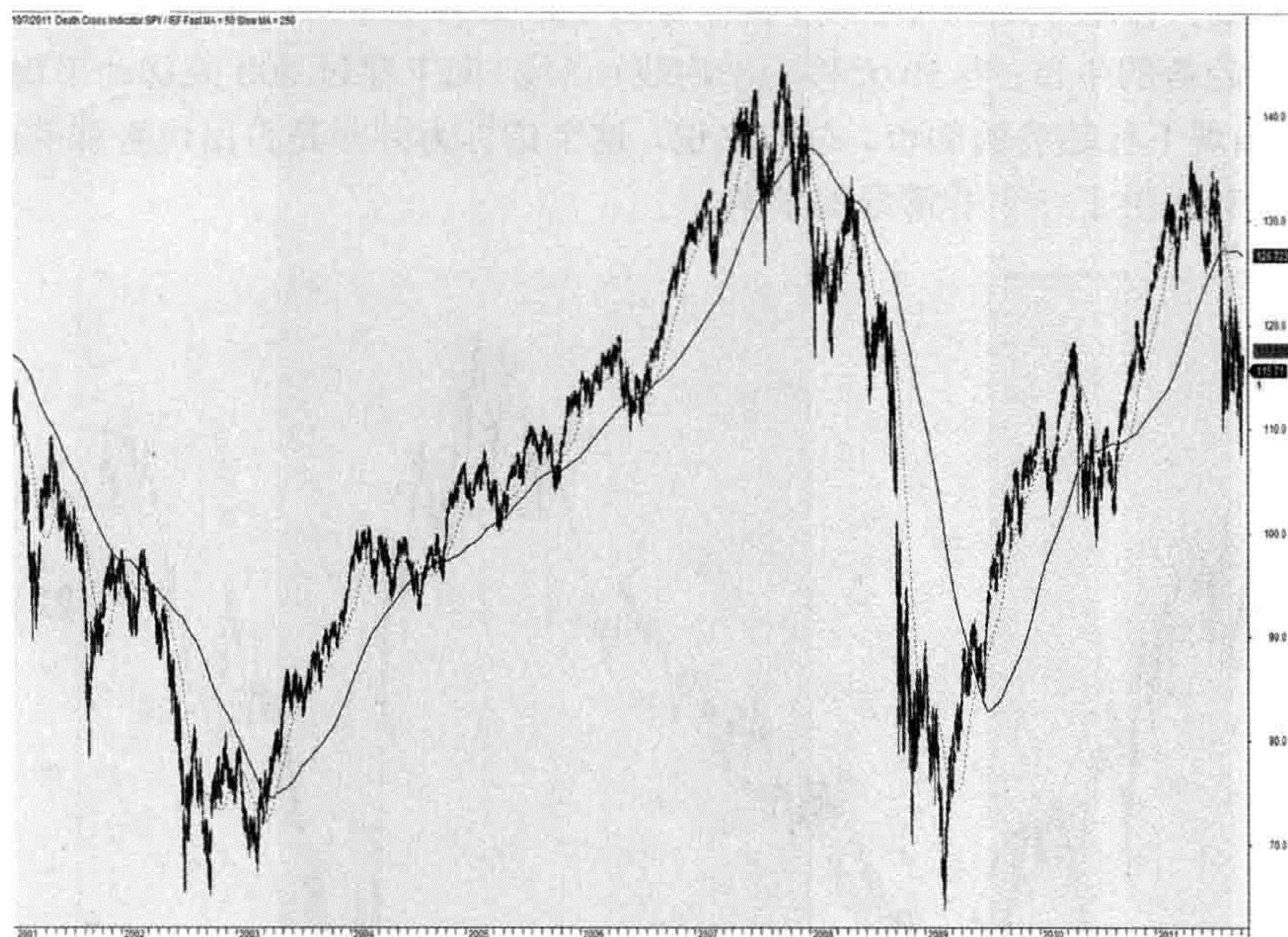


图 8.10　修正的死亡交点：250 天移动平均线

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com

利用修正的死亡交点交易，2000 年 1 月～2011 年 10 月投资者能够有总计 88.5%的收益或 5.5%的复合年增长率，以及-17.3%的回撤。

提升绩效：持有债券而非现金

进一步的绩效提升是可以达到的。别在下跌信号出现时卖出 SPY 才完成现金，而是出售 SPY，买入一个中期债券指数，如 T.Rowe Price 美国财政部中期基金（纽交所：PRTIX）或在 2002 年 7 月才开始交易的安硕巴克莱 7 年～10 年的财政交易基金（纽交所：IEF）。我们就这一点更深入研究一下，你要知道在此时此刻当投资者发现债券比股票有更高的潜在收益时，大量资金就会从股票涌向债券。当转向债券的资金足够多时，会降低股票需求，股票市场的大盘就会衰退。当卖出信号出现后，将 SPY 转变成 PRTIX 的投资者将以 9.2%的复合年增长率增加 181%的总收益且跌幅保持在-17.3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.2 所示为 2001 年 1 月～2011 年 8 月买入并一直持有标准普尔指数 500 SPY 的绩效、运用原始的 50 天移动平均线与 200 天移动平均线死亡交点交易的绩效、运用修匀后的 50 天移动平均线与 250 天移动平均线死亡交点交易的绩效，以及运用修匀后的死亡交点交易并将现金转变成 PRTIX 后的绩效。

表 8.2 四种交易策略的对比

从 2000 年 1 月 3 日至 2011 年 10 月 3 日期间运用交易策略	SPY 与其他金融资产交替持有	短期/长期 DMA	总收益	复合年增长率（CAGR）	回撤
买进并持有指数	SPY 作为标普 500 的代表指数-一直持有，不更替	N/A	(6.88%)	(0.61%)	(55.2%)
死亡交点	SPY 和现金交替持有	50/200	81.0%	5.2%	(17.8%)
修匀后的死亡交点	SPY 和现金交替持有	50/250	88.5%	5.5%	(17.3%)
修匀后的死亡交点	SPY 和 PRTIX 交替持有	50/250	180.9%	9.2%	(17.3%)

*没有使用止损机制

图 8.11 所示为 2000 年～2011 年 10 月以修匀的死亡交点交易 SPY 并将现金转变成 PRTIX 后的投资组合的资金曲线和回撤分析。资金曲线证明账面价值从$100 000 开始增长。图 8.12 所示为图 8.11 中对回撤的分析，同样说明在同一时期持有股票账面价值的百分比下降。图 8.13 所示为在同一时期的月度结果。

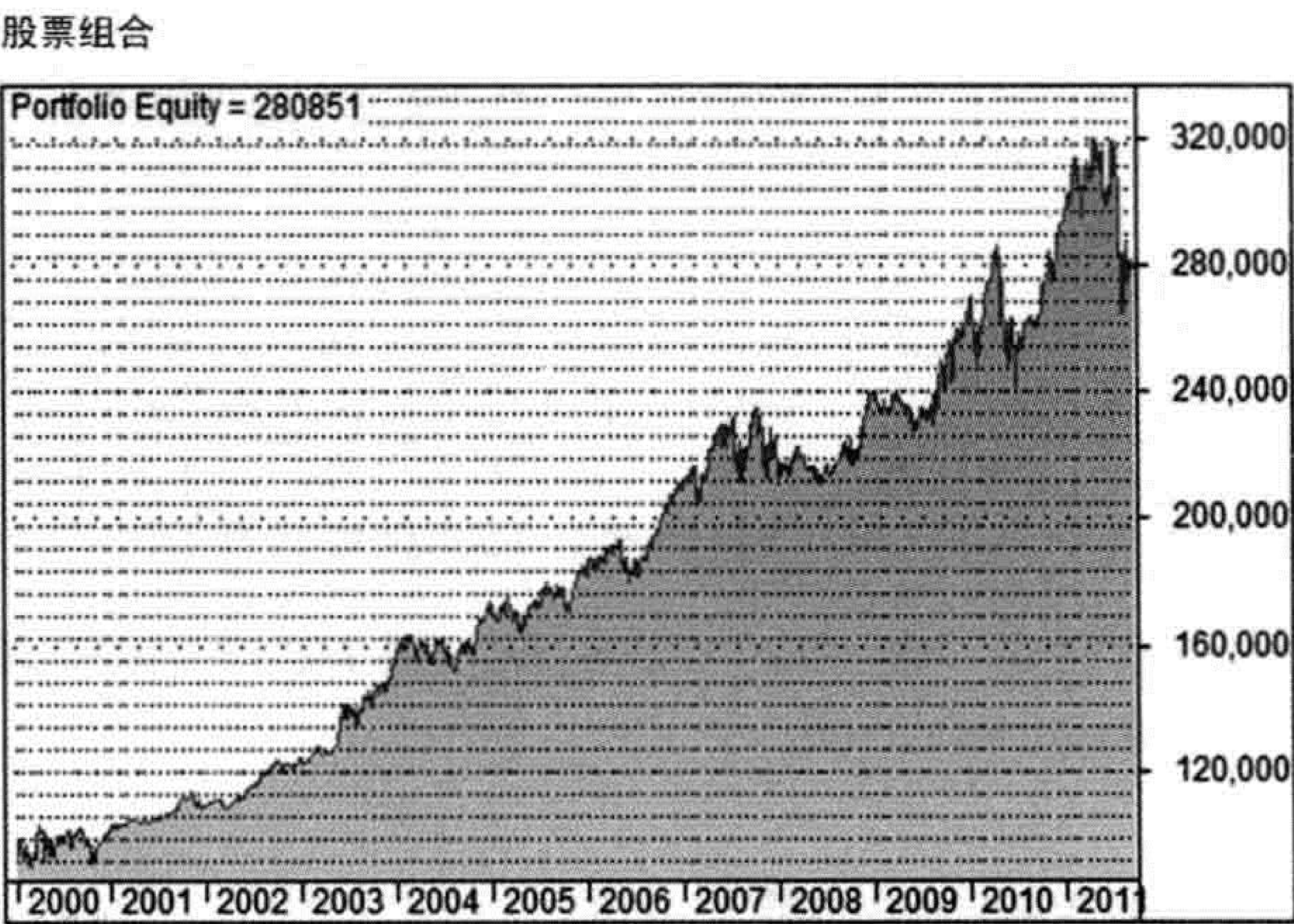


图 8.11 以修匀的死亡交点交易 SPY 并将现金转变成 PRTIX

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你会发现运用所有的死亡交点方法后，回报都更高了。回撤表现得也更为优秀，尤其是运用修匀的死亡交点交易 SPY 且把现金转换为 PRTIX。

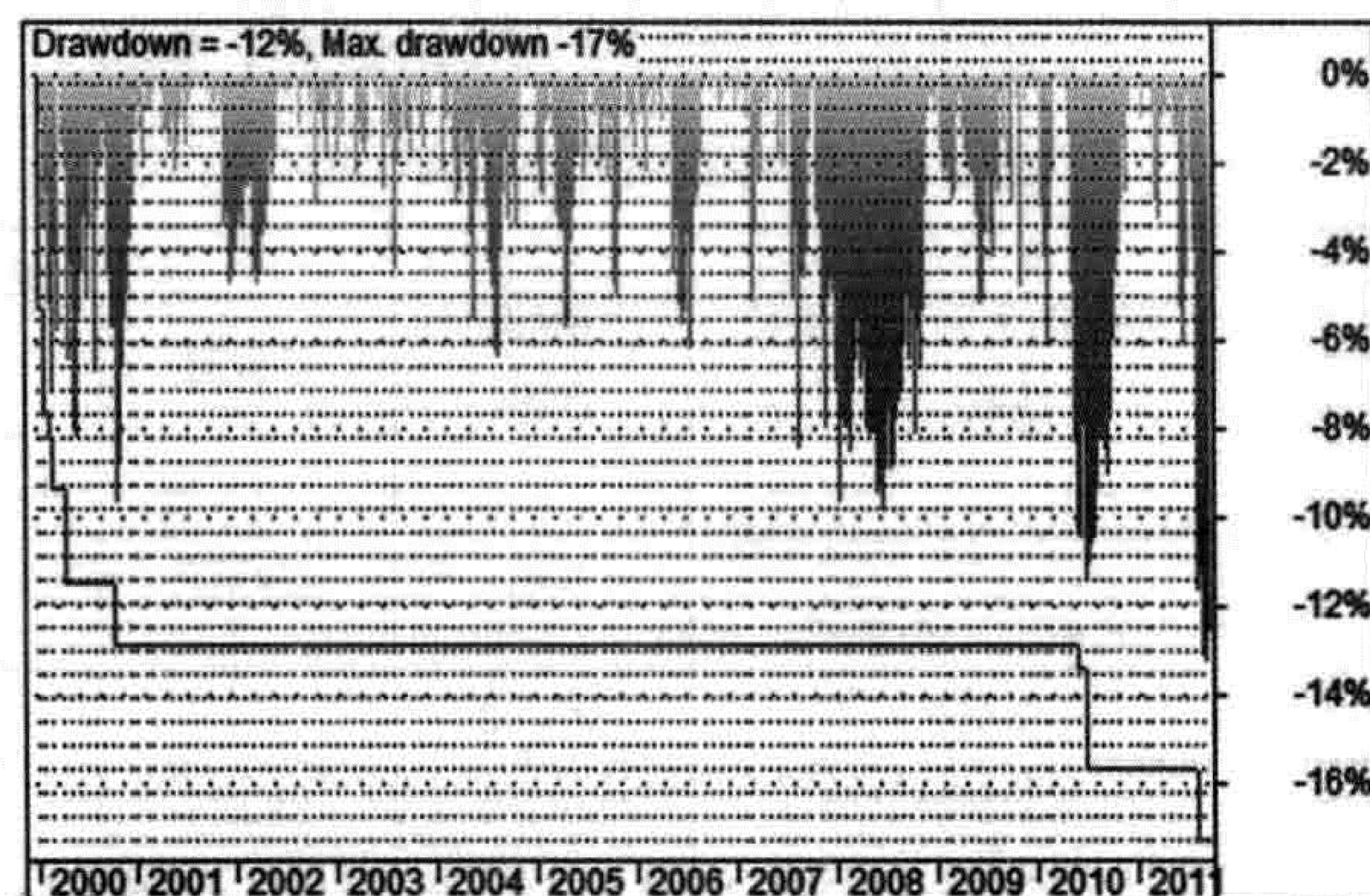


图 8.12 用账面价值的百分比下降对图 8.11 进行回撤的分析

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com

收益表

年度	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	年收益率
2000	-3.1%	-1.8%	9.5%	-2.8%	-1.2%	1.6%	-2.3%	6.0%	-5.4%	-1.0%	3.0%	3.8%	5.5%
2001	0.6%	0.9%	0.3%	-0.9%	N/A	0.9%	2.1%	0.3%	3.5%	2.2%	-2.2%	-2.0%	5.7%
2002	1.4%	0.3%	-2.0%	3.2%	1.1%	1.6%	2.7%	2.4%	1.5%	-0.5%	-0.8%	1.5%	13.1%
2003	0.8%	2.5%	-0.5%	N/A	6.5%	1.6%	-0.0%	4.4%	-0.3%	3.8%	1.5%	3.9%	26.6%
2004	2.5%	1.9%	-1.7%	-1.4%	0.5%	0.6%	-1.7%	0.2%	2.5%	-0.1%	5.4%	1.4%	10.2%
2005	-1.2%	1.9%	-2.8%	-0.9%	3.5%	-0.4%	3.4%	-0.9%	0.5%	-1.7%	5.1%	0.5%	7.2%
2006	1.3%	0.8%	0.7%	0.5%	-1.3%	-0.3%	-0.5%	3.3%	1.7%	2.8%	2.5%	1.4%	13.6%
2007	2.3%	-2.8%	1.6%	4.6%	3.6%	-1.1%	-3.5%	1.8%	4.0%	-2.1%	-2.2%	-1.3%	4.4%
2008	-1.1%	1.0%	0.2%	-1.4%	-0.8%	0.2%	0.8%	1.6%	0.2%	-0.4%	5.8%	1.7%	8.0%
2009	-0.6%	-0.2%	2.1%	-2.0%	-1.7%	0.6%	0.6%	-0.2%	3.3%	1.3%	6.7%	2.4%	12.5%
2010	-3.8%	2.6%	5.3%	2.2%	-10.6%	-4.0%	6.1%	1.9%	0.9%	4.0%	2.1%	5.5%	11.3%
2011	2.9%	0.1%	2.1%	2.3%	-3.2%	2.1%	-3.8%	-6.1%	-1.7%	N/A	N/A	N/A	-5.5%
Avg	0.2%	0.6%	1.2%	0.3%	-0.3%	0.3%	0.3%	1.2%	0.9%	0.8%	2.4%	1.7%	

图 8.13 以修匀的死亡交点交易 SPY 并将现金转变成 PRTIX 的投资组合的月度结果

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com

小盘股与大盘股间的现金流

就像股票与债券间转换很重要一样，小盘股与大盘股间的转换也很重要。小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盘股作为市场方向变动的先行指标，因为当债券回报不佳且投资者认为股票市场表现会更加优异时，他们往往认为小盘股会向有利方向波动更大而选择将现金注入小盘股而非大盘股。然而因为小盘股有更高的波动性，所以它们相对的非流动性意味相对等同的买进与卖出的交易量价格上涨与下跌得更多。一般投资者认为这比大盘股风险更大，大盘股并没有如此大的价格波动。

出于同样的理由，由于投资者在回撤上仍感情用事，因此当他们认为那些资产波动性更大且风险更高时，则倾向于在预期股票市场下跌时从小盘股中撤出大量资金，发现小盘股的撤资也可以作为总体市场下跌的最初指标。

有几种方法可以测定资金从股票流向债券市场或流回股票市场的变动，查看二者之间变动的一个简单方法就是用一个中期债券交易基金指数除小盘股交易基金指数得到一个比率，并将结果绘制在随时间变动的图表上。通过债券指数除小盘股指数，二者的比率会变动更快。例如，其中小盘股指数价格下跌（分子减小），而债券价格上涨（分母增加）。结果比率的变动表明当股票/债券增加，指标上升时，资金流入股票市场；当指标下降时，资金流出股票市场。

以此作为市场择时的指标，参考点需要建立在指标比率高于某条参考线处。当小盘股价格上涨而债券价格下降，则会导致指标上升更快。一个小盘股/债券指标的移动平均线可以提供这一阈值，如图 8.14 所示。

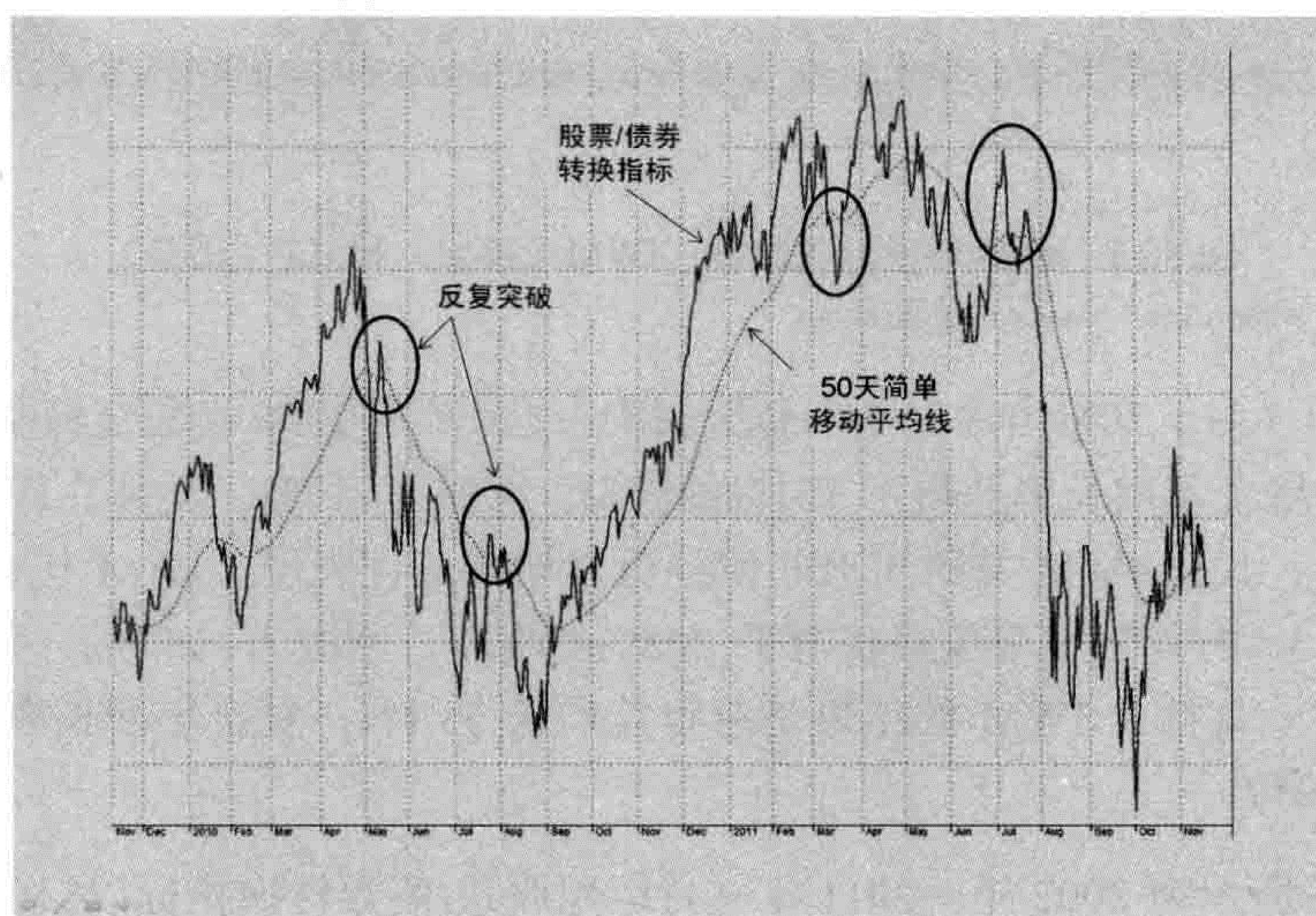


图 8.14　小盘股/债券转换指标的移动平均线指标

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而利用一个未修匀的指标会可能会导致更多的双重损失，因为随着股票和债券指数价格每天变动，指标也随之波动。图 8.15 所示为小盘股的安硕罗素 2000 指数交易基金（纽交所：IWM）的资金曲线、巴克莱股票 7 年～10 年财政交易基金（纽交所：IEF）的资金曲线，以及在底格的股票/债券转换指标。

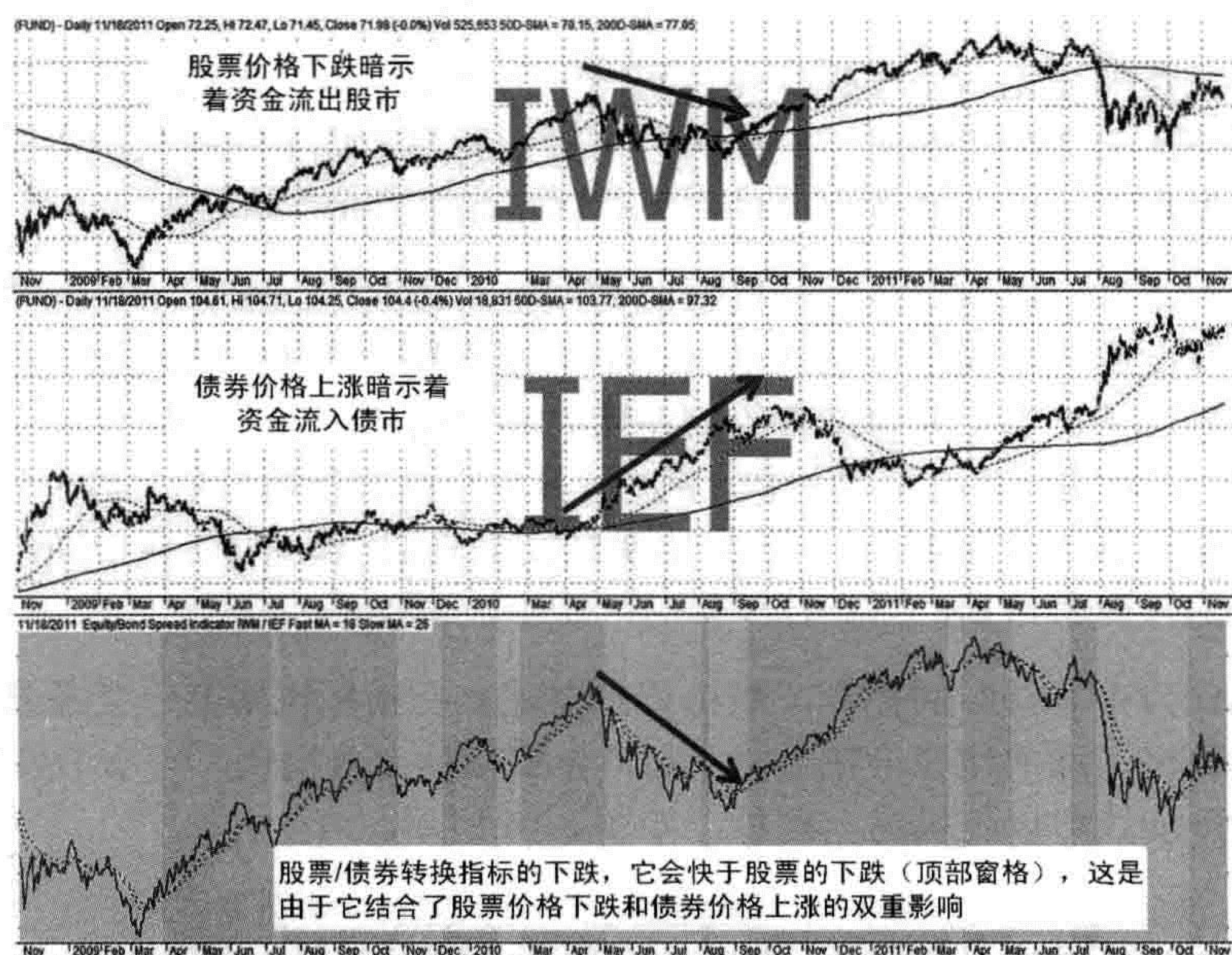


图 8.15　股票/债券转换指标：IWM（股票）和 IEF（债券）

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com

2002 年 7 月～2011 年 9 月 30 日通过指标交易罗素 2000 指数交易基金（IWM）以 10.4%的复合年增长率获得了 151%的收益，回撤为–17%。当到了 IWM 的卖出信号出现时，卖出 IWM 并购买 IEF 债券可以增强总体表现。IWM 与 IEF 间的转换策略以 15%的复合年增长率获得了 268%的收益，回撤为–18.5%。相比之下，同期购买并一直持有 IWM 的结果是总收益增长 53.1%，复合年增长率为 4.7%，回撤为–59.0%。

图 8.16 所示为 2002 年～2011 年 9 月运用股票/债券转换指标以$100 000 交易的一个投资组合的资金曲线，图 8.17 所示为过去同期这一方法的月度结果。而在图 8.18 中我们可以看到交易的收益分布情况，注意观察，如何有更多的成功交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回合，而大部分损失都是适度并可以接受的。

股票组合

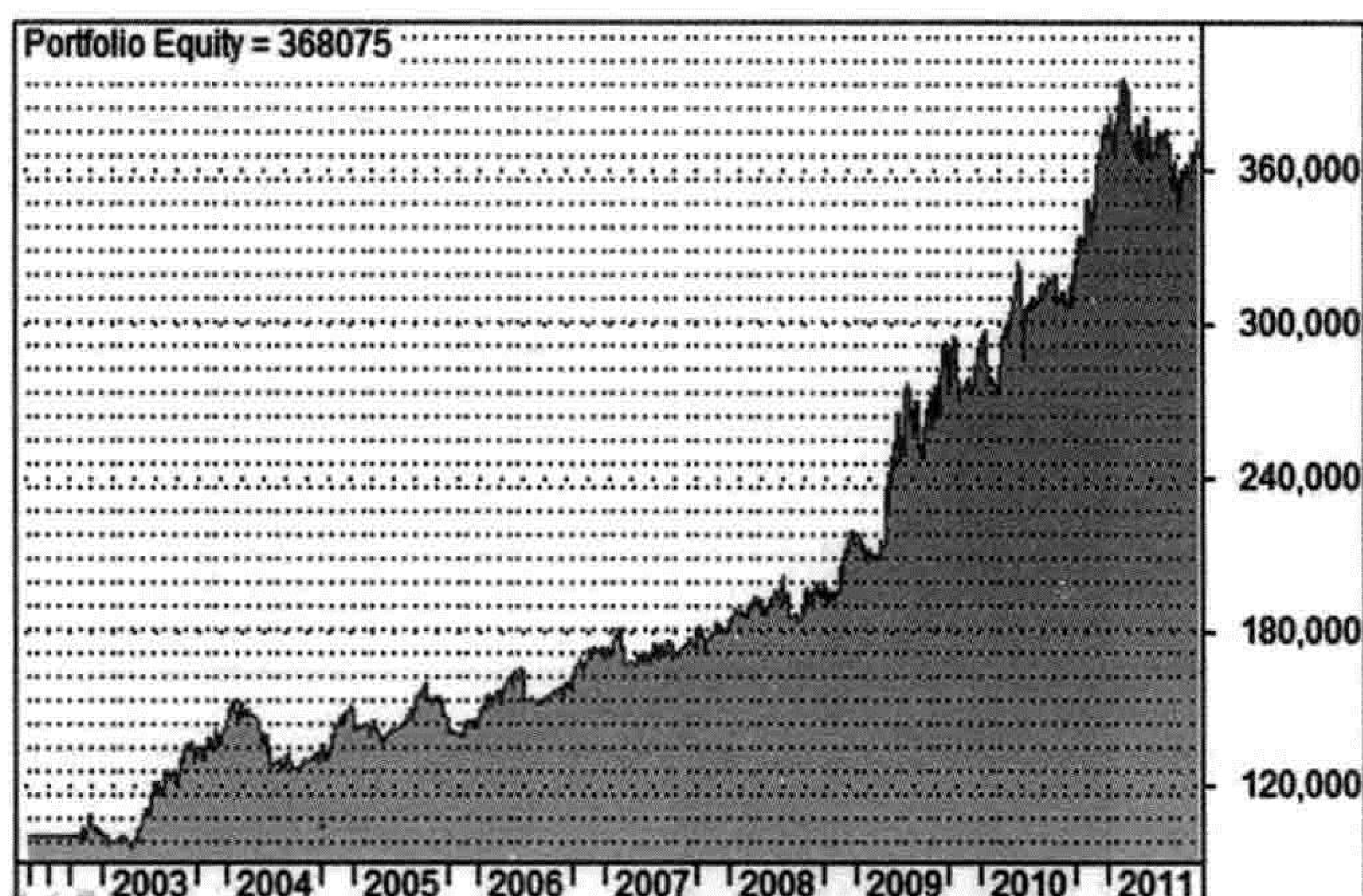


图 8.16　运用股票/债券转换指标交易的资金曲线

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com.

收益表

年度	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	年收益率
2002	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.6%	6.8%	-7.2%	0.7%
2003	-2.8%	2.6%	-2.8%	8.3%	11.6%	1.3%	4.3%	8.7%	-1.6%	3.5%	3.3%	1.6%	43.9%
2004	3.5%	-0.1%	-2.1%	-8.7%	-3.3%	1.7%	-3.0%	2.7%	3.5%	0.3%	9.3%	0.1%	3.0%
2005	-3.9%	1.0%	-3.9%	2.4%	2.4%	3.3%	6.1%	-2.6%	-4.8%	-5.0%	4.0%	-0.3%	-2.2%
2006	7.4%	1.1%	2.2%	-0.1%	-5.2%	0.0%	1.7%	1.4%	-0.4%	4.6%	4.3%	0.9%	18.8%
2007	2.6%	-2.2%	-3.6%	0.8%	4.5%	-0.7%	-2.0%	2.3%	1.4%	-0.4%	3.6%	N/A	6.1%
2008	2.9%	0.7%	0.7%	0.7%	1.9%	-5.7%	1.0%	3.9%	0.4%	-1.4%	9.0%	2.3%	17.0%
2009	-1.7%	-0.6%	6.1%	14.1%	6.8%	-0.5%	-1.0%	-1.1%	4.7%	-1.1%	1.7%	5.6%	37.0%
2010	-5.8%	1.2%	6.7%	7.1%	-4.1%	2.9%	0.6%	-2.3%	3.3%	2.9%	6.5%	7.5%	28.5%
2011	0.2%	1.1%	-2.4%	1.0%	-1.1%	-1.6%	-6.3%	5.1%	1.4%	N/A	N/A	N/A	-2.9%
Avg	0.3%	0.5%	0.1%	2.8%	1.5%	0.1%	0.1%	1.8%	0.8%	0.5%	5.4%	1.2%	

图 8.17　运用股票/债券转换指标交易的月度结果

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com

股票/债券转换指标也可以由其他主要市场指数形成，表 8.3 所示为买进并一直持有 IWM 的绩效和运用 IWM/现金转换指标、IWM/IEF 转换指标，以及 SPY/IEF

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转换指标交易的绩效(利用一个较短的 9 天移动平均线和较长的 64 天移动平均线研究表明这样可以优化这个转换指标)。

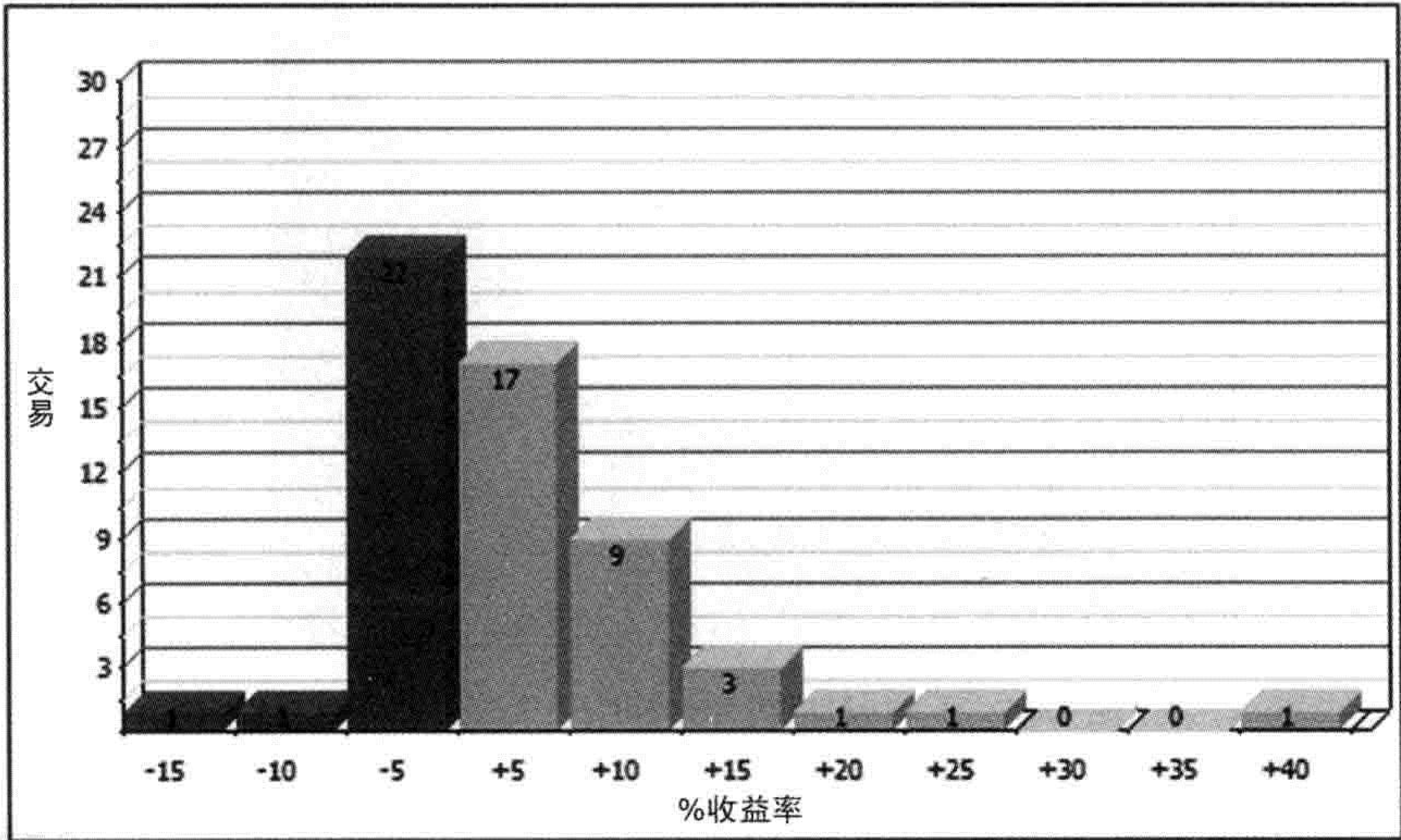


图 8.18　运用股票/债券转换指标交易的收益分布

资料来源：Amibroker，www.Amibroker.com

表 8.3　从 2002 年 6 月 3 日至 2011 年 9 月 30 日运用 4 种交易策略的绩效对比

策　略	短期/长期 DMA	总 收 益	复合年增长率（CAGR）	回　撤
买进并持有 IWM	N/A	53.14%	4.67%	(59.03%)
运用 IWM/现金转换指标	18DMA/26DMA	151%	10.4%	(17.0%)
运用 IWM/IEF 转换指标	18/26	268%	15%	(18.5%)
运用 SPY/IEF 转换指标	9/64	201.3%	12.6%	(11.4%)

*没有使用止损机制

市场择时不关心情绪，只关心市场如何表现。衡量市场如何表现则利用数据创建一个系统方法，给交易者带来了优势，而这种优势创造了成功。

第 1 部分说明目标是什么，而以此章收尾的第 2 部分说明如何及什么时候采取行动。接下来的一章，也是最后一章为本书中的研究提供了实践性的建议，在此之前我们要提供关于市场择时的建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当前提供的市场择时信号

除了本章中的市场择时信号以外，还有另外一个非常有用的复合信号。这个市场复合信号来自不同市场中产生的多个不同信号，组合起来运用能够以更少的损失获得更好的回报，它们消除了许多双重损失并抓住了大部分中期趋势。通过优化一系列不同的购买与出售信号组合后得出当它们之中有任一信号显示为卖出信号时，复合信号将产生一个抛售行为；相反地，当全部信号显示为买入信号，复合信号将会产生一个买进行为。如果需要免费获得由复合信号产生的购买与抛售信息，请访问我们的网站 www.deljacobs.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章

为什么行得通：数字背后的数字

股票价格表现出投资者的期望／203
结论没有改变／204
为了满足预期所承担的压力／205
提高收益／207
盈余质量能力／209
过时的理论与运作仍然在继续／210
解决方案：做空实践／212

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这本书是关于风险管理的，即在股票毁掉你的投资组合绩效之前从中逃脱或完全避免持有这种股票，你可以从中学习和了解基本的能够帮助你的技术预警信号。虽然我们的方法基于多年经验，但不要仅仅用这些方法来判断它们。书中的许多例子都强调了我们的方法，能指导如何做具有即时性的分析和决断，而不是仅仅让我们回头看看能从最开始关注的地方学到什么。

经验至关重要，但是同样要依靠量化的数据来支持我们的方法。在第 2 章中，我们的注意力集中在公司如何操控报表顶栏的收入来掩盖业务经营上恶化的情况。通常人们利用市销率作为估值的指标，因为人们普遍认为相比于盈余，收入更不容易被操控。但是现在每个读者都知道这种观点不仅是一种谬误，而且对投资回报来说也是一个危险因素。然而把估值的简单规则和盈余质量相结合便可以得到这样的一个结论，即基于潜在的激进收入确认以高预期给股票定价是个糟糕的赌注。

股票价格表现出投资者的期望

随着时间的推移，期望[1]在股票价格的表现中起着很重要的作用。如果市场对某家公司已经充分评价了其未来前景，但是股价仍然由于投资者的高预期而居高不下，那么即使这是一家好的公司，其股票也不一定是可以持有的好股票。当笔者（约翰）还是大一新生并碰巧看到《超级股票》这本书时，笔者第 1 次理解了这个道理。对于想赚钱的 18 岁孩子，笔者想不出有什么其他标题会更吸引人。所以笔者抓起这本书就看，哪怕对它要讲的内容或作者根本一无所知。

《超级股票》[2]在 1984 年首次出版，是肯尼思·费舍尔所著。费舍尔是福布斯杂志的长期撰稿人，在自己的费舍尔投资公司管理上亿美元，他还是著名投资者菲利普·费舍尔的儿子。这本书的主要内容围绕成长型股票，尤其强调将市销率作为在高预期下准确为公司估值的一种方法。费舍尔主张购买低市销率的成长型股票，并在市销率超过 3:1 时卖出股票，以此避免其公司必然会出现的问题。或许它将失去一个重要客户，而产品需求下滑、供给问题或出现任何可以阻碍其发展的因素。

之后，笔者在《华尔街股市投资经典》[3]作者詹姆斯·奥肖内西的公司实习。在费舍尔的书出版 10 年左右的时间后，分析技术已经长足发展。在预测未来收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上能够运用许多常见的市场指标的进行测试，奥肖内西利用标准普尔公司的历史数据来预测并证实了费舍尔的理论，说明市销率是股票绩效最有效的预测指标之一。

笔者帮忙测试了一些变量，我们以绩效的 10 分位数作为测试结果，每个 10 分位都代表市场的 1/10。市销率的结果是惊人的，因为结果显示出完美的阶梯状模式，每个 10 分位都比前一个表现要差些。举个例子来说，在最低市销率 10 分位阶层中的公司能够创造高回报；第 2 个 10 分位阶层是表现次优的。阶梯状模式一路持续到最昂贵，却回报最低的股票。因此当你考虑购买那些在最高 10 分位阶层的股票，即那些肩负最高的期望和最昂贵的股票，也通常是人们最喜欢持有的股票时，你可能面临低回报，甚至亏损的分析就言之有理了。这些公司及其股票或许有令人着迷的故事和光鲜的新闻报道，但是久而久之，其创造的是最低的回报。

费舍尔和奥肖内西都认为作为估值指标，市销率比市盈率更好，因为销售额更难操控。但是与霍华德·施利特和大卫·泰斯共事管理一些做空对冲基金之后，笔者发现这是不正确的。一家公司可以通过许多方法操控销售额来掩盖收入增长恶化的情况，包括改变公司的收入确认政策，以及向客户提供激励以激进地确认收入，从而改变其资产负债表的描述。这就是在我们钻研 3 个财务报表之前，为什么要投入这么大的精力在收入确认上的原因。

结论没有改变

近来我们再一次检验了市销率可以预测未来结果的理论，我们关注科技股，因为在股票市场中科技股年复一年地兜售着其下一个高科技产品，并且一直引诱人们投资自己的血汗钱。仅仅基于市销率，我们检验了过去 10 年来标准普尔指数 500 中所有的科技股绩效，结果和费舍尔和奥肖内西的结果一样惊人。图 9.1 所示为根据市销率表现的科技股绩效的 5 个等级。

图 9.1 中的 5 个等级从左至右移动，即 1～5 为最低的市销率到最高的市销率。在标准普尔 1500 指数中，市销率最低的等级（换言之，最便宜的股票）在过去 10 年中平均回报率为 22.33%。接下来的 3 个等级平均回报率分别为 12.7%、7.4% 和 2.5%，最昂贵的 20%的科技股回报率年均为–2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

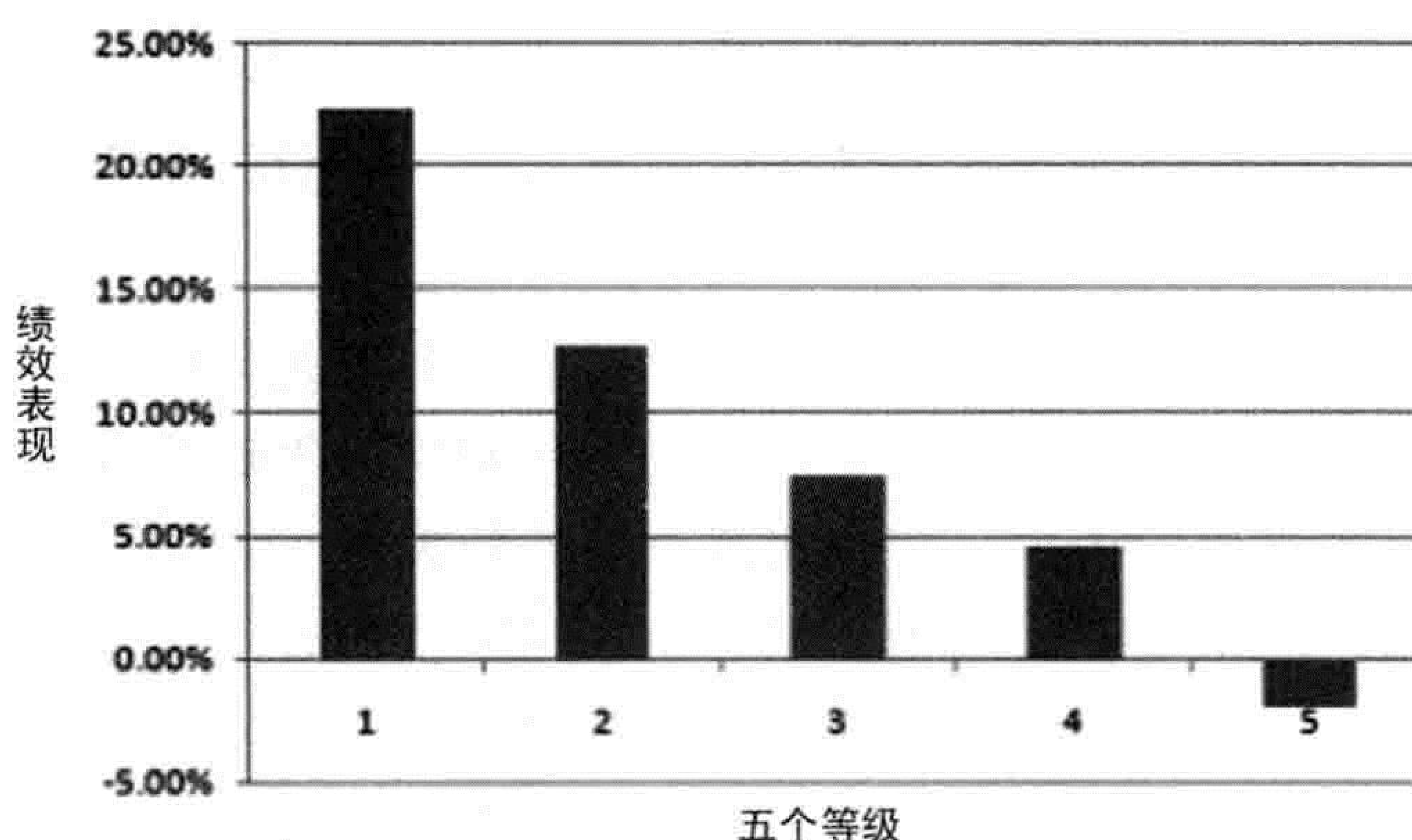


图 9.1 基于市销率的标准普尔 1500 指数中的科技股绩效

结论非常简单，时代在变化，科技在变化，在股票市场中交易的股票公司及其管理团队也在变化。当费舍尔完成书的第 1 版时，5.25 英寸磁盘处理器是当时最先进的技术。人的本性是永不改变的，相对于客观的分析公司的收入，投资者一直高估一些公司的未来前景。因而为其股票出价很高，使其达到不可持续的水平，这便导致了令投资者失望的回报。你可以通过高市销率来识别这些公司，尤其是那些在市销率最高等级中的公司。所以下一次考虑买股票时，你应仔细想一想已经计算在股票价格中的预期。那些期望可以在很长一段时间内持续增长，但是它们几乎总是结局很惨。

汤姆注意到多头投资者更倾向于对期望因素的考虑，当一只股票反映出低期望或无期望时，安全边际就很高了。所以只要基本原理过得去，甚至不需要很好，你就不用为飞涨的预期而付钱。那些为高预期付钱的投资者并不知道相对风险自己得到的潜在回报太少，而投资的股票未来会下跌以摧毁你的预期，还会暴跌。投资价格中含有较少预期的股票，投资者承担的风险更小，并为其支付更少。因为它们的成本很低，甚至毫无期权性风险。

为了满足预期所承担的压力

然而增加一个额外的变量可以揭示当股票由于高预期而定价时，管理者为了达到自己的季度目标时都尽其最大努力做了什么。业绩预期在股票估价中嵌入得越好，管理者满足或超出这些预期的压力都越大。因为没有人能确切地知道这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压力都包括什么，没有在紧闭的门后偷听，也没有看到 CEO 的心理医生的记录。如果不理解我们为何强烈地强调应收账款周转天数（DSO）的话，那么没有人能读懂这本书。

应收账款周转天数非常重要，它在第 2 章的财务报表分析出现，又在第 9 章重磅出击引导我们如何用更崭新和更简单的方法利用应收账款周转天数，以及其他指标来学习这本书中的内容。应收账款周转天数表明一家公司需要花费多长时间收回应收账款，这很重要。因为一家公司收回账款的时间越长，其商业模式的风险就越大。在你手里拿到现金之前什么都可能会发生，如客户可能会破产而无法支付或未来的现金流会受影响。因为收入已经提前计入，但是钱还没有在公司的保险箱里。

在我们所有的财务报表讨论中，你会学到任何度量的指标都是随时间变化的。对于应收账款周转天数也是一样，我们同样以随时间检验的。呈上升趋势的应收账款周转天数能指出最大的风险，即激进的收入确认。当公司在完成季度目标的压力下，通常会给出激励因素，如延期付款条款和降价，或二者皆有。以此诱使客户先签订合同，从将借入收入。

管理者感受到在这种土壤中滋生的压力是在“增长”中，只要认真研究市场的历史就会发现几个世纪以来的股票兜售者都会用高增长潜力来引诱投资者。投资者相信科技的进步有无限的可能，所以这些提供能改变生活的科技产品的公司当然能够带来股票收益，对吧？

错！这些例子中，投资者的预期太高了。他们期望这些公司能够颠覆原有的市场，开辟全新的市场来创造他们做梦也想不到的财富。他们本能地聚集那些高估这些公司的因素，由此导致相对收入更高的比风险率。CEO、业内人士和风险投资者强盗式地敛财，留给股东空空如也的口袋。

不顾股东的强盗式掠夺的欲望驱使管理者做任何事情来保证上涨的势头，应收账款周转天数上的诡计盛行，尤其在那些高科技公司中。客户知道这些科技公司在季度末需要预先计入大部分收入来满足人们的预期，所以通常会利用这个对他们有利的时期为购买争取更有利的条款。这就造成了一个恶性循环，越来越多的客户等待这个时机，给公司完成季度收益带来越来越大的压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提高收益

把市销率和应收账款周转天数的变动结合起来，比仅仅利用市销率一个指标能带来更好和更稳定的回报，所以我们会利用两个度量指标和那些 5 分位数一起给股票新的评级。

图 9.2 所示为在标普 1500 指数中最低的联合组别，即通过市销率确定的最便宜的股票有最高质量的应收账款周转，在过去 10 年中每年的回报率是 22.6%。接下来 3 个组别的回报率分别是 13.2%、6.8%和–1.2%，那些价格最高和应收账款周转质量最差的股票每年回报率为–2.7%。

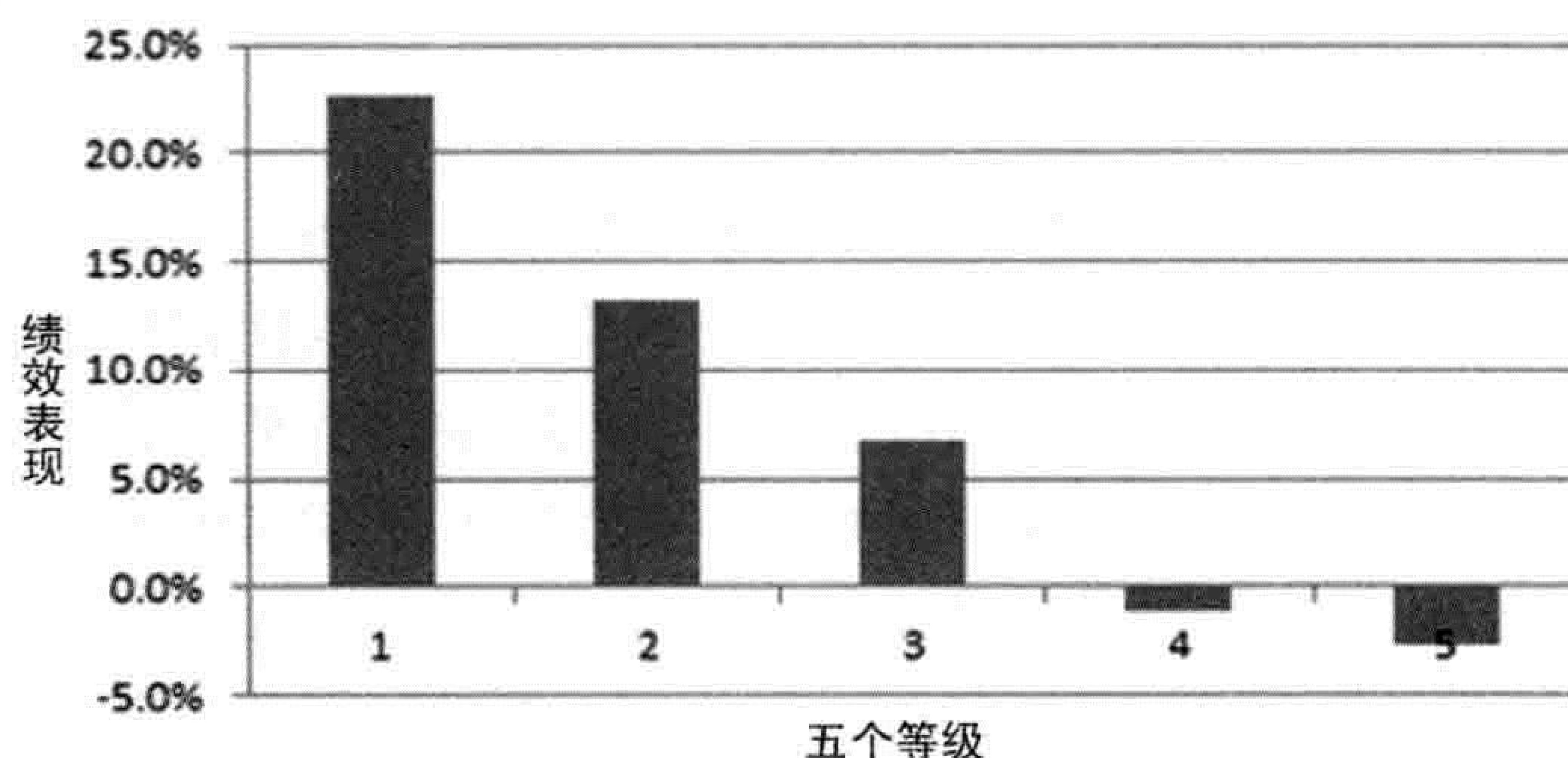


图 9.2 基于组合指标（市销率和应收账款周转质量）的标准普尔 1500 指数中的科技股绩效

这次研究出现了一个有趣的现象，即尽管较低组别与之前那些仅用市销率研究的结果相似，但是图 9.2 显示在第 4 组和第 5 组中出现的是负数。结合应收账款周转天数的模型比仅用市销率的模型具有更多的统计意义，数据支持我们的理论。仅为满足财务目标的公司将会变得摇摇欲坠，在市场中遭受重击。因为这样的研究具有统计学意义，所以未来也会有更高的利用价值。

将研究实验用于每一个年份，得到的结论也相当一致。高盈余质量的股票绩效差于低盈余质量股票的绩效，仅有年份就是 2008 年（也只差一点）和 2011 年（只差大约 5%）。有趣的是在 2009 年在市场低谷反弹中，近 10%的高盈余质量股票强于大盘；此外，在 2010 年受流动性推动的量化宽松阶段差不多有 25%的高盈余质量股票表现强于大盘。你可能会想放松银根会促使投资者承担过多的风险，给低盈余质量的股票推波助澜，但不是这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果管理团队通过为客户提供宽松的购买条件，并提高短期收入来填平业务中的缺口，那么即使在其周围的墙壁已经开始倒塌，他们还是会这样做的。当人们对这样公司的预期已经开始提高时，你赶紧躲开它们吧。

我们提供这样的分析是为了说明盈余质量应该是每个投资者工具包里的一种工具，当你努力寻求那些在盈余能力上将会显著持续增长的公司时，对一家公司报告期财务报表的充分理解可以提高成功率。

不是所有的投资者都有时间或意愿把心思放在挑选个股上；相反，他们在市场指数或行业指数中被动投资。这样有两个问题，一是指数包括烂股票和好股票；二是大多数指数基金是资本加权的，构成指数的是那些已经创造了最高回报的股票，它们的公司也已经经历了快速发展时期。

后来的投资者，包括失败者可能会理解指数具有上述的问题，然后明白投资个股才是最好的。但是从头开始研究已经来不及了，所以他们雇佣在共同基金中活跃的投资经理人。但是统计数据表明长久看来大多数经理人都未能胜过指数，[4]这是因为只有一小部分的股票在市场周期中才会是大赢家。1983 年～2007 年的罗素 3000 指数中仅仅 25%的股票创造了全部收益，因此如果你的资金不是被投资在那些少数创造收益的股票中（同时你更可能在近 2/3 表现不佳的股票中遭受打击），那么你的基金就无法跟上市场的脚步。更不用说胜过它，特别是在扣除基金的费用和开支以后。

一些指数试图通过决定股票价值的基本因素来指定其权重，从而克服以市值加权导致的问题，如通过收入或股利。尽管一只股票可能因为之前的成功而比另一支股票的市值要高，但这对将来的情况说明不了什么。大多数公司在自身迅猛发展阶段过去之后转变成指数，然而它们之前增长得越多就越难再保持几乎同等的增长速度。还有一些指数是平均加权的，也是为了避免指数被构建时存在较大的资本化倾向。但是这些指数要被接受，仍有一个门槛要跨过。

举个例子，一个指数基于股利对公司进行加权，试图利用投资者相对更喜欢高收益的事实，其他构建指数的条件都相同。结果是这个指数由更多高收益的股票构成，未来的回报可能更高。但即使这样，这些指数仍然包括所有的烂股票（那些举债或是现金流不足而不可持续维持或增长股利的股票）和好股票（那些从基本绩效获取稳定和增长股利的股票），所以我们回到了起点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此我们创建了内部使用的自己的指数，恰当地称为“德尔维奇奥盈余质量指数”（听，汤姆鼓掌称赞了）。[5]我们基于公司的盈余质量给股票加权，而不是收入、股利或其他基本因素。我们的模型将好股票和烂股区分开来，我们的指数仍强调一家好的公司也可能是一只糟糕的股票，尤其是该公司的盈余能力是由不可持续的资源驱使的。我们判断其盈余质量的因素是基于自身多年在所有市场环境下做空股票的分析经验，一些因素是比较特殊的计算，需要用以前没有想到过的方法来结合某些基本因素。

盈余质量能力

基于股票的盈余质量，图 9.3 所示为了标普指数 500 的股票表现，其中对照基于市值、股利、收入和其他基本因素。根据其结果，基于盈余质量的指数因其可以避免基于市值等其他加权方式的固有问题而被创建。

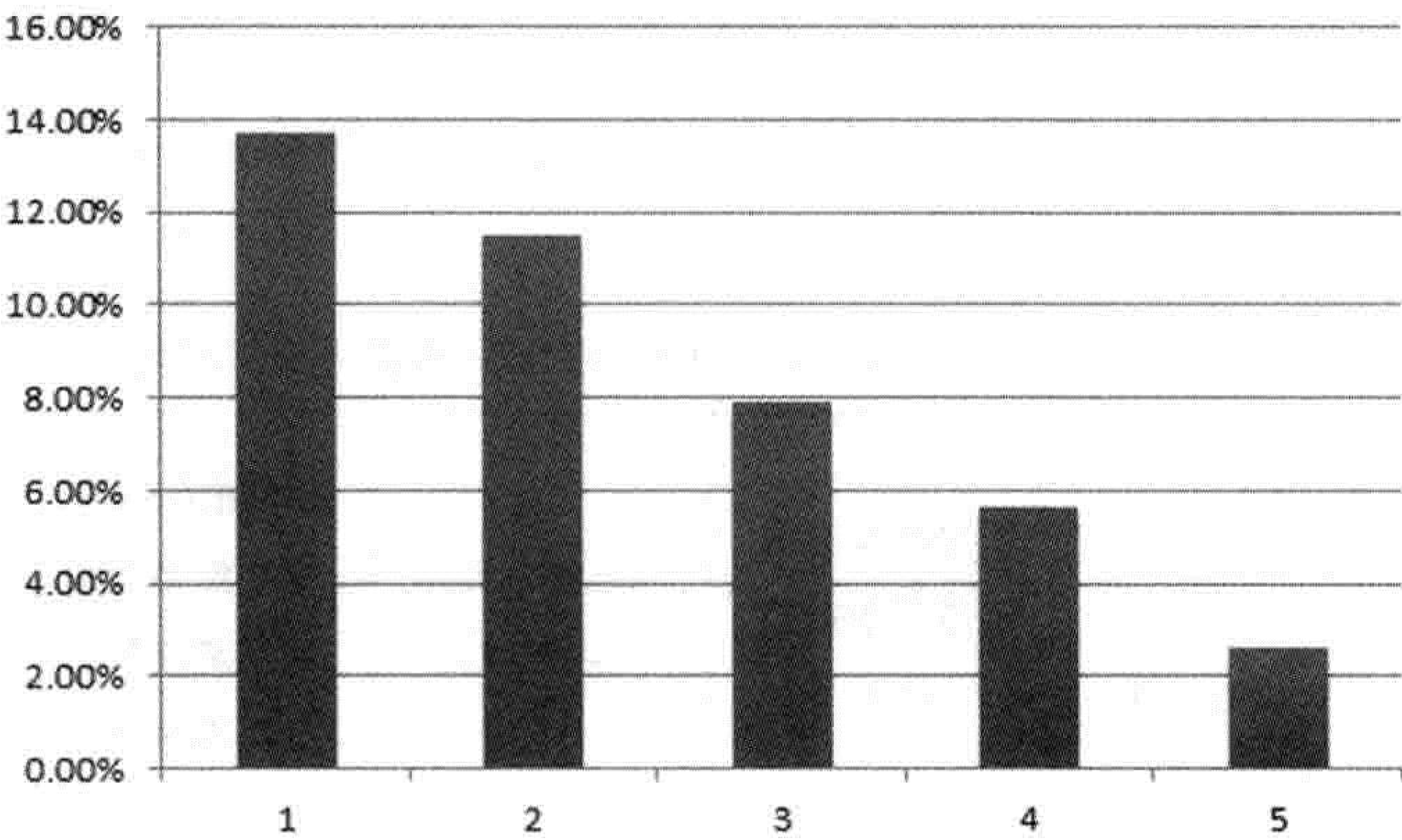


图 9.3　基于股票的盈余质量的标准普尔 500 指数中的股票绩效

如果我们修正指数，除去德尔维奇奥模型认为的糟糕的股票又会如何？目前指数构成中大多数股票随着时间的推移表现都会差于指数本身，只有一小部分的股票能够解释指数的全部收益。因此我们需要除去太多的股票，虽然我们可能会遭受遗漏许多好股票的风险，然而我们知道这样的指数一定包含表现不佳股票，所以我们只除去那些有很高倾向会被负向事件影响收益的股票。图 9.1 展示了这样的结果。

德尔维奇奥指数很大程度上跑赢大盘，尽管到 2011 年 12 月 31 日那失落的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 年，但是相对标准普尔指数 500 的 14%的损失，这个策略创造了 181%的绝对回报且相对回报超过 195 个百分点。

需要注意的是持有一个被低盈余质量股票构成的指数，但是不要是质量最低的实质上也可以获益。为什么？因为高盈余质量的股票从长远来看最终会强于大盘，但是也会有一些特别时期低质量的股票会称雄，如在 2009 年市场跌入谷底之后大规模反弹的时候。

过时的理论与运作仍然在继续

这种对指数化的新思考说明了对于机构投资者来说什么是可能的，什么是最有用的。但是整个咨询行业通过给养老基金、捐赠基金、非盈利机构、家族理财室和其他机构提供如何为资本配置选择工具的建议来赚钱。在现代投资组合和有效市场理论被摒弃的年代中[6]，咨询行业仍旧在机构中大权在握。其行业顾问向客户推荐业绩出众的经理人，几乎无一例外都有很多年的历史业绩记录。然而事实是由于他们拥有太多管理的资产，因此只能购买大量接近平均值的资产组合，最后得到的就是平均值。

表 9.1 德尔维奇奥盈余质量指数对比标普 500 指数：2000 年至 2011 年

年度	德尔维奇奥盈余质量指数相对于标准普尔 500 指数的收益百分点	德尔维奇奥盈余质量指数的收益	标准普尔 500 指数的收益	初始值为$100，德尔维奇奥盈余质量指数的期末净值	初始值为$100，标准普尔 500 指数的期末净值
2000	33.4	23.3%	−10.1%	$123.30	$89.90
2001	13.4	0.4%	−13.0%	$123.79	$78.21
2002	6.2	−17.2%	−23.4%	$102.50	$59.91
2003	24.7	51.1%	26.4%	$154.88	$75.73
2004	4.8	13.8%	9.0%	$176.25	$82.54
2005	12.8	15.8%	3.0%	$204.10	$85.02
2006	3.2	16.8%	13.6%	$238.39	$96.58
2007	−10.2	−6.7%	3.5%	$222.42	$99.96
2008	−4.8	−43.3%	−38.5%	$126.11	$61.48
2009	42.3	65.8	23.5	$209.09	$75.92

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度	德尔维奇奥盈余质量指数相对于标准普尔 500 指数的收益百分点	德尔维奇奥盈余质量指数的收益	标准普尔 500 指数的收益	初始值为$100，德尔维奇奥盈余质量指数的期末净值	初始值为$100，标准普尔 500 指数的期末净值
2010	26.6	28.9	12.8	$269.52	$85.60
2011	4.3	4.3	0.0	$281.11	$85.59
	德尔维奇奥盈余质量指数相对回报=195 个百分点			181%	（14%）

*不包括股息

大多数注册投资顾问仅仅通过共同基金和交易型开放指数基金来分配客户的资本，由此避免了法律和客户方面可能会出现的麻烦。而他们做的并不是其他投资者都在做的事，这就是为什么共同基金经理人通常会由于一个或两个百分点的收益而被大加赞扬。如果他们做得太好，当注册投资顾问建议重新调整资本配置的时候会卖出其基金而获益。这是怎样一个闹剧，你的基金为客户赢得了收益，你却输掉了基金管理的收益！

机构和注册投资顾问仍然相信过时分散投资理论，包括投资所有的所谓的新“种类”，如私募基金。分散投资的确减少了资产组合的回撤，所以其客户群能够根据需要任意分布于退休者、投保人、大学和医院营运基金，以及信托基金发行人的恣意挥霍的后代。他们为什么还要懂得如何做空？分散投资就是他们的襁褓。

然而如果分散投资理论是起作用的，也无论是被动或主动的，2008 年它就应该起作用，但是它没有[7]。我们的多空投资策略就可以做得很好。结合我们（约翰和汤姆的）多年的经验，表明多空投资策略能够一如既往地起作用。采用第 6 章中判断多头利好因素的方法明白许多章节中关于空头的讲解，以及利用本书中对于无论空头，还是多头的盈余质量识别方法多空投资策略便能起作用。

看，我们知道你不能改变人类本性或改变一个企业，企业就是为了追逐利润而存在的。试图改变其财务决策者的决定会让你一无所得，因为做出这个决定也许是因为他们在害怕什么或正在变得贪婪。但是正是由于人的本性是不变的，因此那些利用这本书中所讲技巧的人会逐渐发现它出人意料的简单，并且实践后会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取得超乎想象地成功。

解决方案：做空实践

当前的指数投资和分散投资等都只是给了人们平庸的收益。金融行业产品、不足以信的学术理论和大多数人更喜欢简单实用的产品都不会带来什么大的损失，同样只能提供平庸的回报。但是用新的方法去思考，投资者就能开始避免风险并获得一些不错的收益。

大多数投资者花费时间和精力弄清如何持续地获取投资增长，但是没有意识到减少损失才是真正重要的。你在书本或博客里几乎找不到的正是那些如何避免核心投资组合损失和从中获利的资料，而这些资料都没有我们在书中讨论方法的实用。

我们知道每个人都可以为你分享有用的东西，但是我们希望我们所做的是提供那些有用的方法，并且把其按优先顺序排好。例如，你现在应该知道如果你什么都不做，“应收账款周转天数趋势”应该是你每晚的最后一句话和早起的第 1 个念头。本书是环环相扣的，你具体实践的开端就是立即通过我们介绍的原理管理你实际的多空投资组合。

你也可以访问我们的网站 www.deljacobs.com，随时了解使用书中信息的最新方法。为了一切，立即行动吧。实践，实践，再实践。让自己不只是能够走到卡内基音乐厅而已，希望你成为能够付得起包厢座位的富人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者附注



作者要感谢 William O’Neil+公司给予本书所用数据的许可权。

William O’Neil+是一家超越 350 家世界领先机构的注册投资顾问公司，提供各种研究和市场数据服务，包括 WONDA®。

1963 年，William O’Neil+公司总部在洛杉矶成立，其分部遍布于纽约、波士顿、芝加哥和伦敦。

WONDA 以一种其拥有专利且简单易读的数据图®产品，提供了超过 55 000 支全球股票的主要基本面和技术数据；除此之外，还提供了其他便捷功能，如列表预设、快速筛选、通过专有的评分和排名机制寻找新股，以及监控目前持股状况等。欲了解更多信息请访问 www.williamoneil.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注 释

前言

注释 1：只有一些奇妙的书籍深入讨论了这个问题，即 Charles Mackay，*Extraor- dinary Popular* Delusions *and the Madness of Crowds*（纽约：威利数据库，1995，首次出版于 1841）；Niall Ferguson《货币崛起》（纽约：企鹅出版社，2008）；A. Gary Shilling，*The Age of Deleveraging: Investment Strategies for a Decade of Slow Growth and Deflation*（纽约：威利数据库（Wiley），2010）。

注释 2：Thornton O'glove，*Quality of Earnings: The Investor' s Guide to How Much Money a Company Is Really Making*（纽约：自由出版社，1987）。

注释 3：Charles W. Mulford 和 Eugene E. Comiskey，*The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices*（纽约：威利数据库，2002）；Charles W. Mulford 和 Eugene E. Comiskey，*Creative Cash Flow Reporting*（纽约：威利数据库（Wiley），2005）。

第 1 章

注释 1：黑星基金，"资本的分配：观测个人股票的回报，1983—2007"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

http://www.theivyportfolio.com/wp-content/uploads/2008/12/thecapitalismdistribution.pdf（2011 年 12 月 10 日访问）。

注释 2：“历史上的道琼斯工业平均指数组成部分”http//en.wikipedia.org/wiki/historical_components_of_the_dow_jones _industrial_average（2011 年 12 月 10 日访问）。

注释 3：彼得 •林奇，*One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Stock Market*（纽约：西蒙舒斯特出版社，2000），56 页，“Ken Heebner 通过 Loomis-Sayles 基金昂起了头，他的成绩是卓越的”。

注释 4：Bob Veres，*How to Lose Money in the Top Performing Fund* 转载于“Financial Symmetry”的博客，http://financialsymmetry.com/blog/how-we-see-it/lose-money-topperforming-fund（2011 年 12 月 10 日访问）。

注释 5：表和图都是从“标准普尔 500：总回报和通货膨胀调整后的历史回报”（http://www.simplestockinvesting.com/sp500-historical-real-total-returns. htm）。笔者注：表 1.1 中存在的不确定性高的股利分配率，约 5±%。计算几何平均价格的变化、总回报率和通货膨胀的原始数据的来源为标准普尔 500、美国劳动部、雅虎财经，以及 Robert Shiller（来自于耶鲁大学）为其著作 Irrational Exuberance 第 2 版收集的数据（纽哈芬：耶鲁大学出版社，2000）。

注释 6：同前面所讲，“从 1950 到 2009 的所有股息再投资回报是标准普尔指数平均水平的 8 倍”这是一个相当长的时间来取得这些复利，你必须面对不同工资收入水平时坚持同样长的时间和坚持某种投资行为，如美元成本平均法。

注释 7：格雷厄姆，价值投资的创始人，和戴维多德合著了 *Security Analysis* 的多个版本（纽约：麦格劳山，1996）；同时他也编著了 *The Intelligent Investor*（修订版由纽约柯林斯商务出版社于 2003 年出版）与 *The Memoirs of the Dean of Wall Street*（纽约：麦格劳山，1996）。他最著名的学生是沃伦 • 巴菲特，是其在哥伦比亚商学院的学生，据说巴菲特是他唯一授予 A+的学生。在最近的 2010 的伯克希尔哈撒韦公司的会议上，当被美国 Motley Fool 公司的 Lou Ann Lofton 问到他的投资风格时，汤姆听到巴菲特回答“本杰明 • 格雷厄姆”。

注释 8：Jason Zweig，“如果你想要最坏的时光即将结束，采用本杰明 • 格雷厄姆的建议”，《华尔街日报》，2009 年 5 月 26 日（http://online.wsj.com/

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

article/sb124302634866648217.html)，2011 年 12 月 10 日访问。

注释 9：Jeremy Siegel，*Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market* Returns & *Long Term Investment Strategies*，第 4 版（纽约：麦格劳-希尔公司，2007）。

注释 10：Jeremy Siegel，“是的，可回到 200 年前观察股票的数据”，未标日期的 PDF（http://www.jeremysiegel.com/index.cfm/fuseaction/Resources.Viewresource/type/article/ resourceID / 6950.cfm)，2011 年 12 月 10 日访问。在我们看来，在现在经典的茨威格和西格尔的辩论中，茨威格有更好的说法（他认为股票的买卖不能基于历史数据做假设，也就是说股市中没有如果）。其观点始于“股票的数据真的可以往回看 200 年？”《华尔街日报》，2009 年 7 月 11 日（http://online.wsj.com/article/sb124725925791924871.html)，2001 年 12 月 10 日访问。

注释 11：Jeremy Siegel，“虽然现在很困难，但股市还是一个不错的选择”，沃顿知识在线，2008 年 9 月 8 日（http://knowledge.wharton.upenn.edu/article. cfm?articleid = 2052)，2011 年 12 月 10 日访问。“而且，如果你回到 200 年前，你还会在所谓熊市中卖掉你的股票吗？答案是否定的。你忍受下跌痛苦坚持你的持仓和你将在未来的回报。”

注释 12：Ross Kerber，“平均 401（k）计划的账户余额在 75000 美元附近：忠诚”，2011 年 5 月 11 日，路透社（http://www.reuters.com/article/2011/ 05/11/us-retirement-fidelity-idustre74a0l720110511)，2011 年 12 月 10 日访问。

注释 13：如前文所述，“老龄工人和那些坚持 10 年稳定执行他们的 401（k）计划的人们，账户平均余额会更高些。在 3 月 31 日的平均余额是 191 000 美元，较一年前的 169 200 美元有所增长。在这组人群中，55 岁以上的老人们平均余额为 233 800 美元，高于上年同期的 203 600 美元”。

注释 14：信息来自于美国有线电视新闻财经图表和“你的净资产应该是什么？年龄和收入净值”，《城市中惊人的爆发》，2011 年 3 月 21 日（http://www.fabulouslybroke.com/2011/03/what-should-your-net-worth-be-net-worth-by-age-and-by-income/)，2011 年 12 月 10 日访问。

注释 15：Barton Biggs，*Wealth, War and Wisdom*（纽约：威利数据库，2008）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注释 16： Fama-French 三因子模型（FF3），详细介绍参见“小盘价值股再次美丽”，《金融顾问》杂志，2009 年 7 月（http://www.fa-mag.com/component/content/article/1-features/4270-small-cap-value-is-beautiful-again.html）。根据 20 世纪 90 年代末出版的 Fama 和 French 的论文研究，其研究结果在完整的商业周期后观察是特别令人印象深刻的。论文论述了小盘价值表现的经济逻辑，定义了股票的一个类别为“小盘股公司，即在低倍账面价值时和利用其他基本方法进行股票交易”（这些公司，往往是陷入困境的公司，即使在最好的时候）。James O'Shaughnessy 在 *What Works on Wall Street*（纽约：麦格劳·希尔公司，2011 年）中讨论到历史中股市收益的突出表现，在很大程度上依赖于那些缺乏流动性，但的确是诱人苹果和桔子的小盘股。法玛和弗伦奇偏重于数据估值，而 James O'Shaughnessy 偏重于市场绝对价值和相关流动性。

注释 17： Christopher Browne 等人，“是什么在投资中起了作用：对投资方法的研究和超额回报的特征”（Tweedy Browne 论文，2009 年修订，http://www.tweedy.com/resources/ library_docs /papers/ WhatHasWorkedInInvesting.pdf），2012 年 4 月 8 日访问。

注释 18： 一个明星职业生涯后的悲伤结局：Sree Vidya Bhaktavasalam，“美盛集团的 Bill Miller 的主要基金落后于同类基金回报后将要退出”，彭博，2011 年 11 月 17 日（http://www.bloomberg.com/news/ 2011-11-17 / legg-mason-s-bill-miller-to-exit-main-fund-after-falling-behind-its-peers.html），2011 年 12 月 10 日访问。

注释 19： Edwin Lefèvre，*Reminiscences of a Stock Operator* 注释版（纽约：威利数据库 2008 年）。

注释 20： 由于其首席执行官和他的基金经理，Whitney Tilson 愿意如此坦率地公开，使这个事件在现代投资史上如此的引人入胜。此事件以两个有趣的后记抓住了对历史性交易的描述，Tilson 在 2011 年 10 月做多，引用商业周刊的话说：“我们论调的核心是奈飞公司的高估值。鉴于当前股市的下跌，我们现在认为它很便宜。今天建立了一个较小的多仓，我们希望它会更加便宜，以致我们可以加仓。”（http://www.businessweek.com/news/2011-10-25/t2-s-tilson-former-netflix-bear-buying- shares-after-plunge.html），2011 年 10 月 25 日访问。这是个错误的决策，因为这里有两个本章指出的做空的信号——价值高估（实际上，这是顺势投资和市场时机选择的问题，见第 6 章），以及糟糕的商业模式。这个错误的决策也被一个作家，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也是投资者力挺。他持有的空仓在忍受从 125 美元到 300 美元以上的伤痛后平仓结束。用他的话说，他结束了自己一生中最成功的投资。但每个人似乎都忽视了，无论是多仓或是空仓带来的伤痛都可以通过注意其是否存在激进会计而避免——你并不需要用千里眼去知道股票价格的上涨是否存在时尚带来的泡沫或存在欺诈，或其公司存在失败的商业模式，或完全是由于一个股票会顺势而行。12 月，Whitney Tilson 察觉到了错误持有空仓并指出："为什么我们需要做空奈飞公司的股票？"（http://seekingalpha.com/article/242320-whitney-tilson-why-we-re-short-netflix），2010 年 12 月 16 日访问、里德·哈斯廷斯，"首席执行官里德·哈斯廷斯回应 Whitney Tilson：立即平掉你的空仓"（http://seekingalpha.com/article/242653-netflix-ceo-reed-hastings-responds-to-whitney-tilson-cover-your-short-position-now），2010 年 12 月 20 日访问；Whitney Tilson，"为什么我们平掉了我们的奈飞公司的空仓？"（http://seekingalpha.com/article/252316- whitney-tilson-why-we-covered-our-netflix-short），2011 年 2 月 11 日访问；大痞子（"Slim Shady"，有对 Whitney Tilson 讽刺的意思）"对 Whitney 在奈飞股票看法转变的一个回应"（http://seekingalpha.com/article/302726-a-response-to- whitney-tilson-s-netflix-flip-flop），2011 年 10 月 27 日访问。

注释 21： David Shook，"艺术暗示——或妄想——人类基因的作用？"《商业周刊》，2011 年 7 月（http://www.businessweek.com / bwdaily / dnflash / jul2001 / nf20010712_430.htm），2012 年 4 月 8 日访问。

注释 22： Re Ambac 证券金融集团公司的统一集体诉讼《证券诉讼》第 16 页 37 行（http://securities.stanford.edu/1039/abk_01/2008825_r01c_0800411.pdf），2012 年 4 月 8 日访问。

注释 23： 案例研究：雷曼兄弟的倒塌，2009 年 4 月 2 日（http://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers--collapse.asp# axzz1ZHdnjptAm），2011 年 12 月 10 日访问。

注释 24： 见注释 21。

注释 25： Reed Hastings，奈飞公司，2011 年 10 月 24 日写给股东的信（http://files.shareholder.com/downloads/NFLX/1536753156x0x511277/85b155bc-69e8-4cb8-a2a3-22465e076d77 /Investor%20Letter%20Q3%202011.pdf，第 9 页），2011 年 12 月 10 日访问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注释 26： 证实此说法必须前往美国 Motley Fool 专业版，然后找到期权顾问和投资组合经理 Jeff Fischer，他曾是我的朋友、同事和以前的商业伙伴，他在 Motley Fool 月刊的一篇不再出版为杂志的早期写作中论述了在美国在线 AOL 合并时做空它是一个好的选择。

第 2 章

注释 1： 财务会计标准委员会，财务报表会计概念五：识别和测量企业的报表（1984 年 12 月）第 30 条（http://www.fasb.org/pdf/con5.pdf），2011 年 12 月 12 日访问。这是“变现的”、“可变现的，”和“以赚得的”等词汇的定义来源。

注释 2： 我们认识到有些地方使用了本季度的实际天数作为乘数，或使用了从开始到现在应收账款的平均数作为应收账款的季度数额。这是无碍的，这个简单的公式也能完成工作。只要它的计算是始终统一的，就可以做出有效的对比。

注释 3：“eResearch Esposito 已经下台”《费城商业学报》，2006 年 6 月 12 日（http://www.bizjournals.com/philadelphia/stories/2006/06/12/daily8.html），2011 年 12 月 12 日访问。

注释 4： 以下是摘自 Quest 软件公司 2005 年 8 月 9 日的 10-Q 归档文件第 11 条注释：

“在 2004 年 3 月 17 日，我们收购了 Aelita 公司。参见注释 3。先前持有 Aelita 公司优先股的某些与 Insight Venture Partners（Insight 基金）相关的风险投资基金，有权获得约 4 760 万美元现金（受担保债权代管基金）作为收购之后持有优先股的一个结果。”

“在 2005 年 5 月 20 日，我们收购了 imceda 公司，参见注释 3。Insight 基金先前持有优先股，在收购 imceda 公司后有权获得约 4 800 万美元现金（受担保债权代管基金）作为优先股份价值的体现。”

“Jerry Murdock，Quest 软件公司的董事，也是 Quest 的常务总裁和 Insight Venture Partners 的创始人和 Insight 基金的投资者；Vincent Smith 先生，Quest 软件公司董事会的主席和首席执行官；Raymond Lane 和 Paul Sallaberry，Quest 软件公司的董事，是 Insight 基金的被动有限合伙人（LP）。结果是他们在与在 Aelita 公司和 imceda 公司交易后获取巨大利益，然而这些曾经被认为是‘非物质的’。一位分析师的宣称的‘非物质的’关联方交易，可能为其盈利质量摇起了警告的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

红旗。”

注释 5：M. Edgar Barrett 和 Jonathan N. Brown，“案例研究：Stirling Homex 公司”（波士顿：哈佛商学院，1973，http://hbr.org/product/stirling-homex-a/an/173193-PDF-ENG），2012 年 4 月 8 日访问。Eleanor Dienstag，Stirling Homex 公司执行官的妻子，在她撰写的 *Whither Thou Goest: The Story of an Uprooted Wife* 中用生动的人物叙事手法揭发了公司的兴衰：一个无可依靠的妻子的故事（纽约：杜登出版社，1976）。

注释 6：Michael J. de la Merced，《纽约时报》，2006 年 11 月 3 日（http://www.nytimes.com/ref/business/03computercnd.html.），2012 年 4 月 8 日访问。

注释 7：美国证券交易委员会，会计公告（SAB）101 号-收入确认（1999 年 12 月 3 日，http://www.sec.gov/interps/account/sab101.htm），2011 年 12 月 12 日访问。

注释 8：我们感谢 Motley Fool 允许转载 John 所写的关于的瞻博网络公司的案例，©2011 Motley Fool：“从 2010 财年的开始，我们采用的会计标准的更新（ASU）2009-13 号，605 款-递延收入的协定（ASU 2009-13）和 2009-14 号，985 款-确定收入的协定（包括软件相关），（ASU 2009-2014）作为预期的基础，这种新的实质性的改变来源于 2009 年 12 月 31 日的新协定。根据新的标准，我们基于每个项目的相对价格将总的协定报酬分配至每个可分离的项目中去，分配至未交付项目的协定报酬，我们将它延迟直至其交付。”

“2010 财年之后，根据 ASU 2009-13 的指导，当协定销售包含了多个项目，如软件和非软件组件共同构成有形产品的基本功能。我们将根据销售价格法为每个项目分配其收入，销售价格的确定是基于我们对卖方特定客观证据（VSOE）的调查。如果不能获取卖方特定客观证据，我们会采用第三方证据（TPE）；如果卖方特定客观证据和第三方证据都不能获取。我们会采用估计销售价格（ESP），然后我们通过上述策略对产品和服务产生的递延收入进行确认。”

“卖方特定客观证据（VSOE）是基于价格的。当其中元素被分开销售，要确定卖方特定客观证据，我们需要大量的调研数据，基于在历史的特定产品和服务的销售价格金和折扣趋势确定价格在合理的范围内。第三方证据（TPE）的销售价格是基于对可类比的竞争对手的评估，我们考察其产品或服务，独立销售于类似的客户的价格。然而如果我们的产品包括专有技术的重要因素，或提供了与对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手显著不同的特点和功能时，这样的比较具有类似功能的产品通常不能得到准确的定价，另外，由于我们无法可靠地确定竞争对手产品的销售价格是否基于一个独立的缘由上，所以我们通常不能够通过第三方证据（TPE）确定价格。要最佳地估计销售价格，我们应该考虑多种因素，包括但不限于是否在不同的地区、是否是不同的销售渠道、其毛利率的目标、其内部成本、其竞争对手的定价策略，以及技术与产业生命周期等，然后再通盘的加以判断。”

“交易开始之前，2010 年 1 月 1 日我们考虑了协定收入中的多种元素，如产品销售中包括的服务，根据卖方特定客观证据评估出的公允价值（ASC，985-605 号）将收入分配给了每个元素。”

第 3 章

注释 1： Thornton O'glove，*Quality of Earnings: The Investor's Guide to How Much Money a Company Is Really Making*（纽约：自由出版社，1987）。

注释 2： O'glove，1987，109 页。

注释 3： Lipman 公司季报（3 月、6 月、9 月和 12 月），以及 VeriFone 公司季报（1 月、4 月、7 月、10 月）。

注释 4： *Assay Research*，2008 年 3 月，经许可后转载。

第 4 章

注释 1：“Salesforce 旧金山校园计划取消的背后”，SocketSite，2012 年 5 月 14 日（http://www.socketsite.com/archives/2012/05/salesforces_san_francisco_campus_debacle_insight_and_su.html），2012 年 6 月 5 日访问；Jim Finkle 和 Noel Randewich，“Salesforce 取消的总部项目使投资者质疑”，路透社（http://www.reuters.com/article/2012/02/29/us-salesforce-idUSTRE81S03I20120229），2012 年 2 月 28 日和 2012 年 6 月 5 日访问。

注释 2： Charles W. Mulford 和 Eugene E. Comiskey，*The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices*（纽约：威利数据库，2002 年）。

注释 3： Mulford 和 Comiskey，2002 年，211 页～213 页。

注释 4： Mulford 和 Comiskey，2002 年，204 页。

注释 5： 本章常常参考 Salesforce.com，其实作为每一个公司，作为负因素的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

激进会计不可能为其股票价格带来好的结果。当然也不可能为其多头带来好处，这是 Salesforce.com 的一个风险。甲骨文公司的首席执行官 Marc Benioff 作为前任首席执行官 Larry Ellison 的继任者，在 1986 年到 1999 年担任管理职务。甲骨文公司已经完成了对一些软件公司的收购。2006 年，它停止了对 Siebel 系统的收购。Siebel 的创始人和首席执行官，Thomas Siebel 在 1984 年到 1990 年曾在甲骨文公司的管理层。也许有一天，甲骨文公司和 Ellison 会为高估值地收购 Salesforce.com，而将其视为负因素。我们没有证据证明 Ellison 是一个价值投资者。Ellison 让大家看到了来自对手的强有力的公共批评对收购是没有障碍的，Benioff 便是对其收购行为最直言不讳的批评家之一。

注释 6： Floyd Norris，"美国在线公司为了解决其虚增利润的指控，支付了罚款"，《纽约时报》，2000 年 5 月 16 日（http://www.nytimes.com/2000/05/16/business/aol-pays-a-fine-to-settle-a-charge-that-it-inflated-profits.html），2011 年 12 月 11 日访问。

注释 7： 会计标准的更新（ASU）2009-13 号，"多种交付收入的处理，" 2009 年 10 月，收入确认（605 款），财政会计准则委员会（FASB）发布（http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175819938544&blobheader=application%2Fpdf），2011 年 12 月 11 日访问。

注释 8： 最好的分析信贷周期的资料，Charles Kindleberger 的 *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*（纽约：威利数据库，1978 年）；最好的分析信贷周期持续时间，信贷危机的破坏与恢复的资料，Reinhart 和 Rogoff 的详尽的学术研究 *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*（普林斯顿：普林斯顿大学出版社，2009 年）。

注释 9： Rob Bluey，"美国对手日本，其世界最高企业税率"，*The Foundry*，2011 年 9 月 25 日（http://blog.heritage.org/2011/09/25/chart-of-the-week-u-s-rivals-japan-for-worlds-highest-corporate-tax-rate/），2011 年 12 月 12 日访问。

第 5 章

注释 1： 财务会计准则委员会，"财务会计准则委员会对以股票为基础的付款相关会计问题的最终声明"，2004 年 12 月 16 日（http://www.fasb.org/news/nr121604_ebc.shtml），2011 年 12 月 12 日访问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注释 2：Michael Rapoport，“选择权规则也影响了经营性的现金流”，道琼斯通信社，2006 年 5 月 15 日，现金流分析（http://www.cashflowanalytics.com/news.php?articleID=114），2011 年 12 月 12 日访问。德豪会计师事务所，Seidman，2006 年 3 月（http://www.bdo.com/publications/assurance/finrptnl/fr_april_06/cashflows.asp），2011 年 12 月 12 日访问。

注释 3：由 Motley Fool 许可转载。©2011 The Motley Fool 公司。

注释 4：James Montier，毕马威，“价值投资，毕马威对全球并购的调查”报告，269 页，2008 年 10 月 15 日。

第 6 章

注释 1：Christopher Browne 等人，“什么因素对投资起最佳的指导作用：投资方式及高额回报特征的研究”（Tweedy Browne 论文，2009 年修订，http://www.tweedy .com/resources/library_docs/papers/WhatHasWorkedInInvesting.pdf），2012 年 4 月 8 日访问，ii–iii（“Tweedy Browne 研究”）。

注释 2：http://www.incademy.com/courses/Ten-great-investors/John-Neff/9/1040/10002。

注释 3：沃伦·巴菲特，“格雷厄姆 - 和 - 多德都市的超级投资者们”，哥伦比亚大学商学院，1984 年，可访问 http://www4.gsb.columbia.edu/null?&exclusive=filemgr.download&file_id=522, p. 15。

注释 4：因为对于这两种理论，他们的支持者给予高度的评价，但同时对他们的批评也不断上升，见维基百科，“有效市场假设”（http://en.wikipedia.org/wiki/Efficient-market_Hypothesis）；另见“现代投资组合理论”，2012 年 6 月 5 日访问。

注释 5：Justin Fox，*The Myth of the Rational Markets*（纽约：哈伯出版社，2009 年），引起了强烈的市场反响。

注释 6：除此之外，参见 Deborah Brewster 和 David Swenson 关于“校园捐赠传奇乐于保持一切简单”（http://www.ft.com/intl /cms/s/0/a8d3be62-1c34-11de-977c-00144feabdc0.html#axzz1wvEf2lDF），2012 年 6 月 5 日访问。

注释 7：参见 Bens，Wrong 和 Skinner，“什么促使公司回购自己的股票？员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工股票期权和股票回购之间的关系”论文（芝加哥：芝加哥大学布斯商学院，2003年秋季，http://www.chicagobooth.edu/capideas/fall03/stockrepurchases. html），6 月 1 日访问；Zahn Bozanic，“管理者关于公开市场股票回购的动机和时机”，*Review of Quantitative Finance and Accounting*，2010 年 5 月 1 日（http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1979781），6 月 1 日访问（“企业试图通过使用购回使盈余质量变得更好”，以及除了“根据价值原则，回购代表更好的资本分配”之外的一些其他结论）。

注释 8： David Ikenberry，Josef Lakonishok 和 Theo Vermaelen 在其 1995 年的研究中的报道，最大的回报（来自股票回购的回报）是从“价值股”而来（那些相对于该公司已回购股票的股价，账面价值相对最高的股票）。“市场对公开市场股份回购的反应不足”，《金融经济学》杂志（1995 年 10 月，http://www.nber.org/papers/w4965），2012 年 6 月 1 日访问。显然价值导向的管理层知道其自己的公司的价值。

注释 9： Berkshire Hathaway 公司 1984 年年度报告（http://www.berkshirehathaway.com/letters/1984.htm），2012 年 6 月 1 日访问，没有提供页码。

注释 10： Tweedy Browne，2009 年，第 39 页～40 页。

注释 11： Nassim Nicholas Taleb，*The Black Swan*（纽约：兰登书屋，2007 年）。

注释 12： Benoit Mandelbrot 和 Richard L. Hudson，*The Misbehavior of Markets: A Fractal View of Financial Turbulence*（纽约：基础图书，2006 年）。

注释 13： Carmen Reinhart 和 Kenneth Rogoff，*This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly*（普林斯顿：普林斯顿大学出版社，2009 年）。

注释 14： Robert F. Bruner 和 Sean D. Carr，*The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*（纽约：威利数据库，2007 年），卡尔同时是此书有声版的读者。

注释 15： A. Gary Shilling，*The Age of Deleveraging: Investment Strategies for a Decade of Slow Growth and Deflation*（纽约：威利数据库，2010）。第 23 页（“最严重的衰退”）和第 29 页（“标准普尔 500 指数上涨 4%，但实质暴跌 64%”）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章

注释 1：相对强度，上涨/下跌量比，离散评级指标，以及本章中更多的指标都可以从奥尼尔+公司的日报、投资者商业日报和 www.williamoneil.com 中其他来源中获取。

注释 2：经 Motley Fool 网站许可转载，©2011 The Motley Fool 公司。

第 9 章

注释 1：感谢 Motley Fool 网站（The Motley Fool）的许可转载，版权属于©2011The Motley Fool 公司。

注释 2：Kenneth Fisher，*Super Stocks*（纽约：麦格劳希尔，2007 年）。

注释 3：James O'Shaughnessy，*What Works on Wall Street*，第 3 版（纽约：麦格劳·希尔公司，2005 年）。

注释 4：或许每个人都不同意这样的观点，是否是 5 年以上 85%的经理人都如此，或者是否是这样的百分比，或者怀疑其他什么，但我们一直无法找到任何资料来反驳这一说法。

注释 5：欲了解更多信息，请访问我们的网站 www.deljacobs.com。

注释 6：Justin Fox，*The Myth of the Rational Market: A History of Risk*（纽约：哈伯出版社，2009 年）。

注释 7：这样的说法是颠覆性的，因为 2008 年是颇具争论的，尤其参见 James J. Green 的“资产配置的失败”（2008 年 12 月发行的 *Investment Advisor*，http://advisorone.com/2008/12/01/the-failure-of-asset-allocation），2011 年 12 月 13 日访问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

電子工業出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
http://www.phei.com.cn

交易大师系列



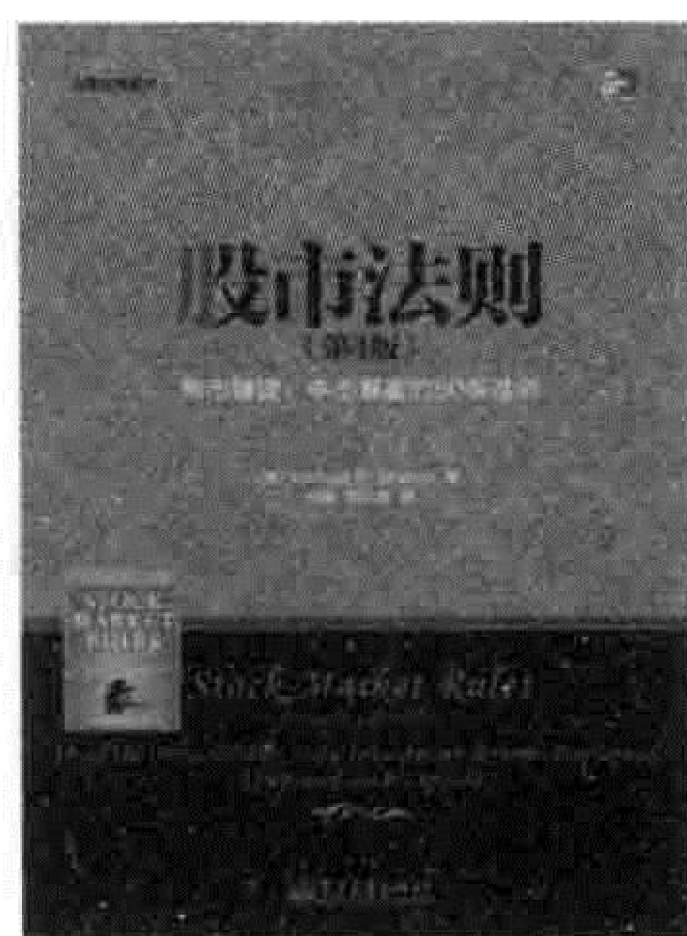
《股票魔法师——纵横天下股市的奥秘》

[美] Mark Minervini 著
ISBN 978-7-121-24561-9
张洞 译
估价：59.00元
2015年1月出版

内容简介

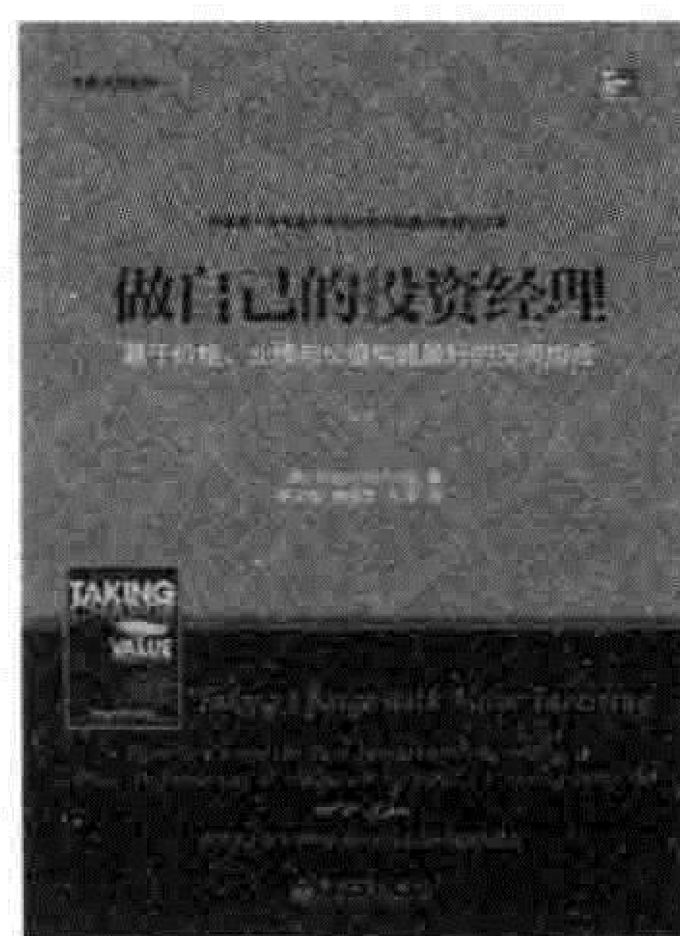
作者 Mark Minervini，美国最成功的股票交易商，他从 30 年的职业生涯中总结出来的方法 CANSLIM 写出来就是这本书！书中阐述了著名的、可以大大提高股票市场收益率的传奇 SEPA 系统！

本书包含股票交易经验、真理和具体的策略，是一本完美结合股票的基本面分析和技术面分析的实战型书籍，用技术分析找到趋势，用基本面分析验证自己的判断，这种客观的方法能最大限度减少个人情感对投资决策的干扰。



《股市法则（第4版）——熊市赚钱、牛市暴富的50条准则》

[美]Michael D. Sheimo 著
刘枫 刘忆南 译
ISBN 978-7-121-24418-6
定价：59.8 元
2015年1月出版



《做自己的投资经理——基于价格、业绩与价值构建最好的投资组合》

[美]Brian Nichols 著
杨卫东 麻旭东 元涛 译
ISBN 978-7-121-24484-1
定价：55.00元
2015年1月出版



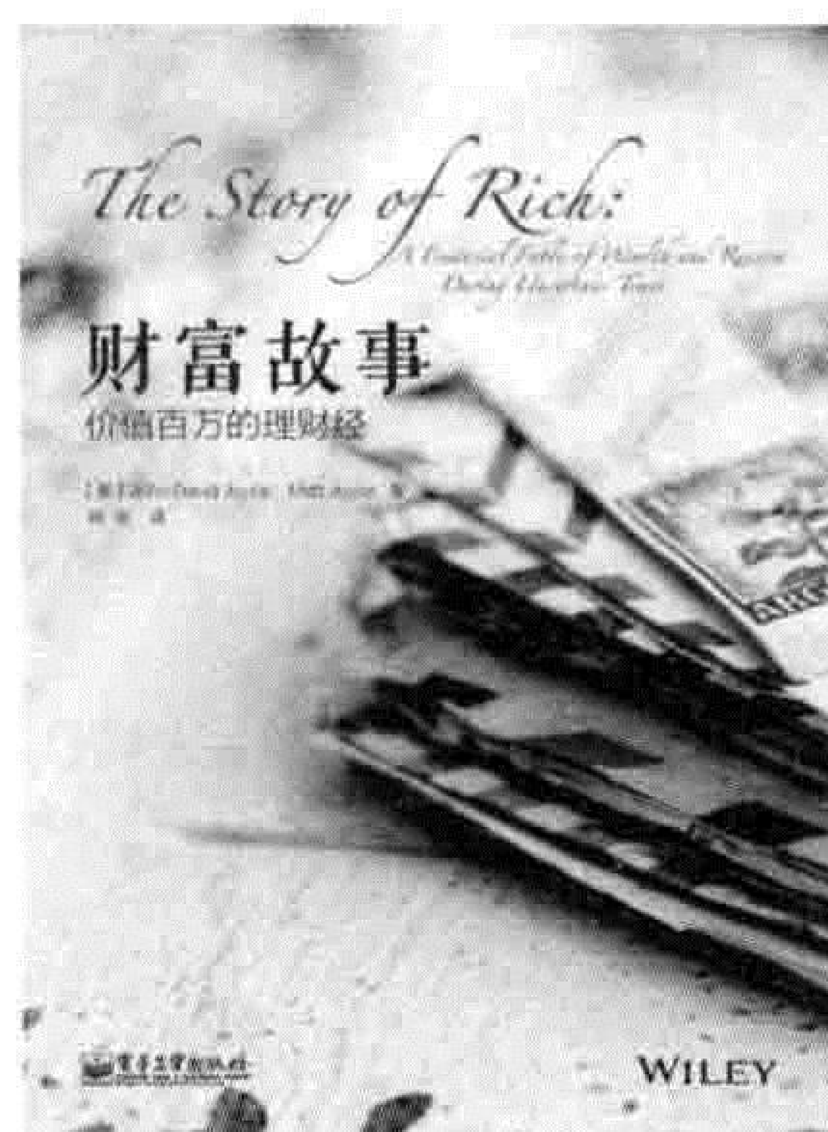
《数字揭秘——构建股票多空投资策略》

[美]John Del Vecchio，
Tom Jacobs 著
ISBN 978-7-121-24562-6
高翔 伍茗 译
估价：59.00元
2015年1月出版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

電子工業出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
http://www.phei.com.cn

本季最新最热图书



《财富故事——价值百万的理财经》

[美]John David Joyce，Matt Joyce著

陈思 译

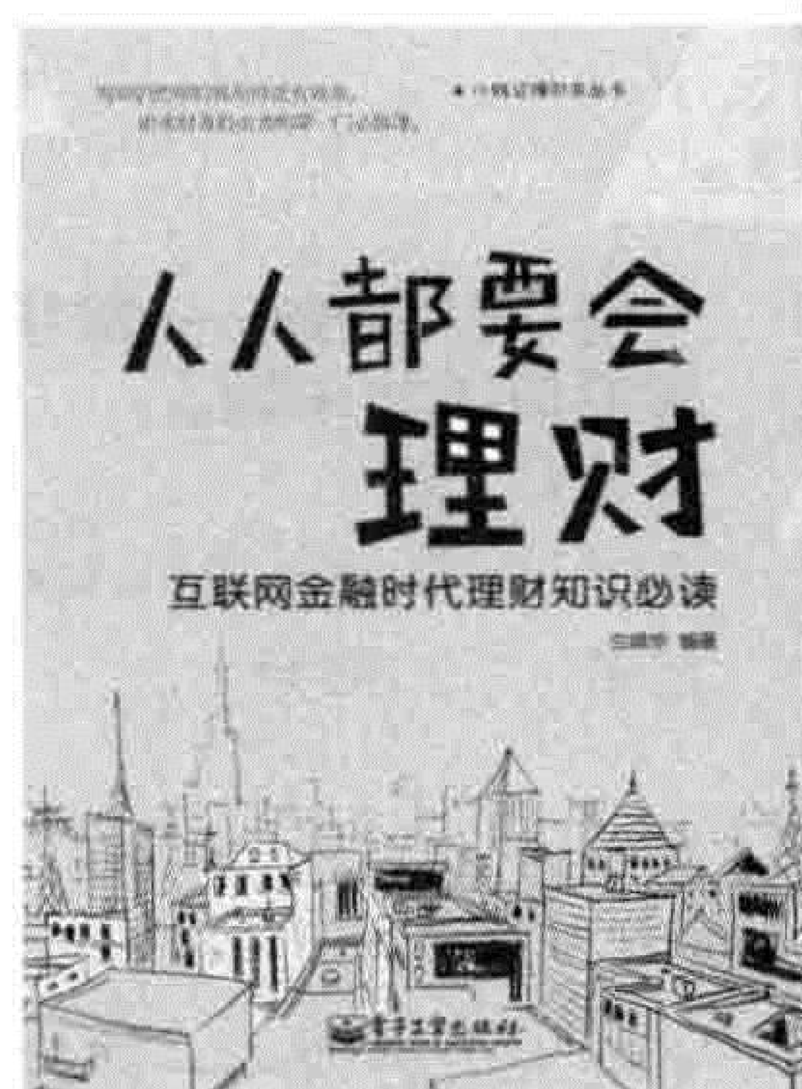
ISBN 978-7-121-24377-6

定价：39.80元

2015年1月出版

《巴伦周刊》推荐的"美国顶级投资顾问"教你轻松搞定投资规划，在跌宕起伏的大股市中拥有自己的财富小时代！

▲ 小钱袋赚起来丛书



《人人都要会理财——互联网金融时代理财知识必读》

ISBN 978-7-121-24068-3

定价：39.80 元



《从零开始玩转信用卡》

IISBN 978-7-121-23399-9

定价：35.00元



《日常生活中的经济学》

ISBN 978-7-121-24064-5

定价：35.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

電子工業出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
http://www.phei.com.cn

中国量化投资学会

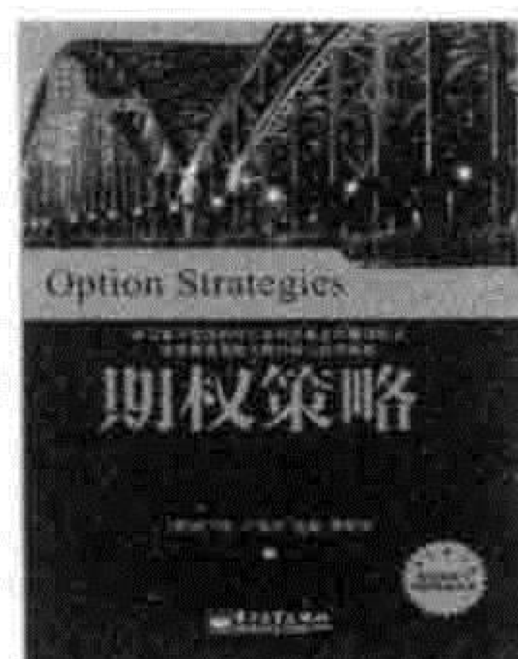
量化投资与对冲基金丛书



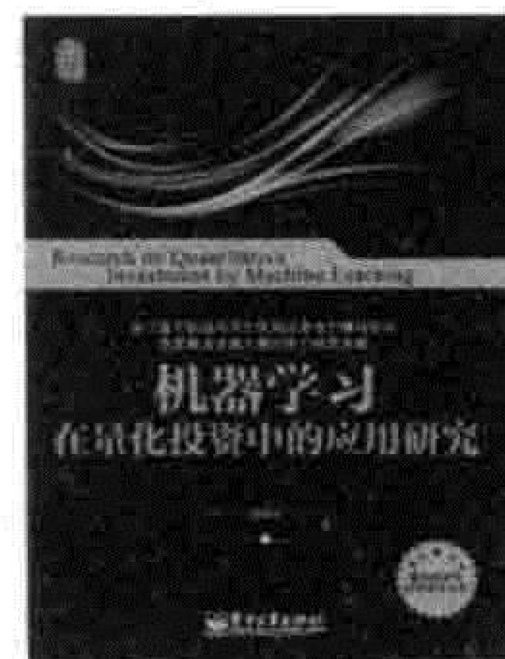
《量化投资——策略与技术（典藏版）》
丁鹏 著
ISBN 978-7-121-24062-1
定价：118.00元



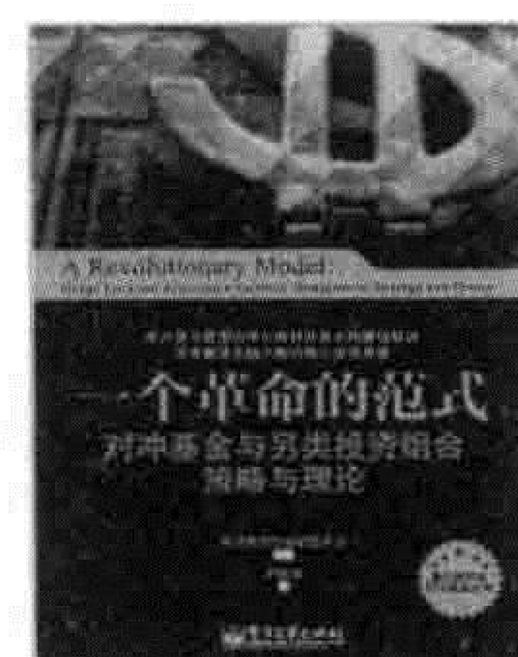
《市政债券投资攻略——平衡风险与投资》
梁冠群 黄欣 译
ISBN 978-7-121-24560-2
估价：59.00元



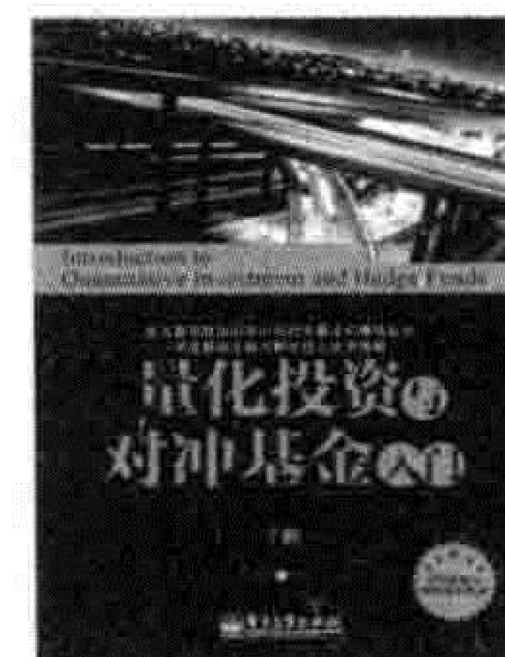
《期权策略》
[美]林万佳 卢扬洲
杨 威 黄彬金 著
ISBN 978-7-121-23617-4
定价：59.00元



《机器学习在量化投资中的应用研究》
汤凌冰 著
ISBN 978-7-121-24494-0
定价：59.00元



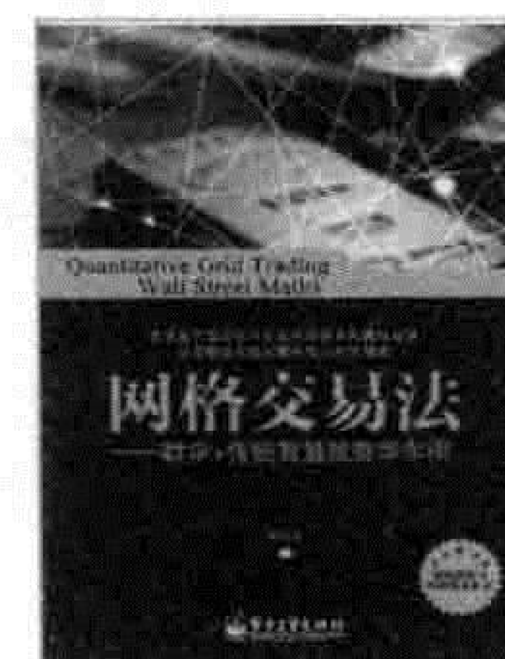
《一个革命的范式——对冲基金与另类投资组合策略与理论》
对冲网阿尔法研究中心 组编
卢扬洲 等编著
ISBN 978-7-121-20189-9
定价：65.00元



《量化投资与对冲基金入门》
丁鹏 著
ISBN 978-7-121-22292-4
定价：59.00元



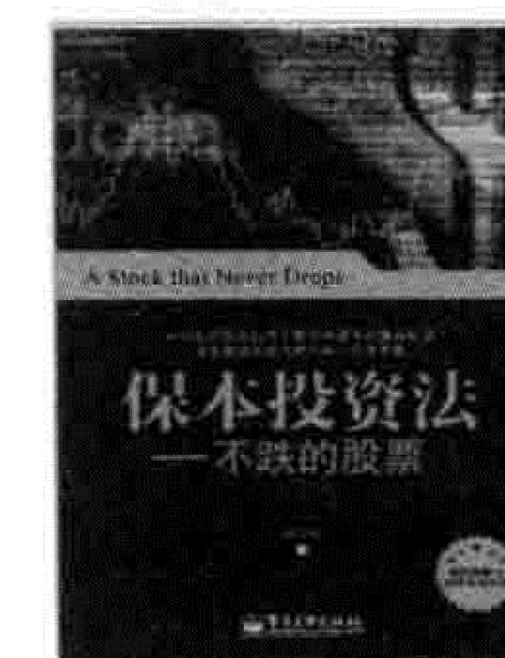
《王者的世界——全球十大对冲基金公司传奇》
对冲网阿尔法研究中心 组编
卢扬洲 黄振 等编著
ISBN 978-7-121-19090-2
定价：59.80元



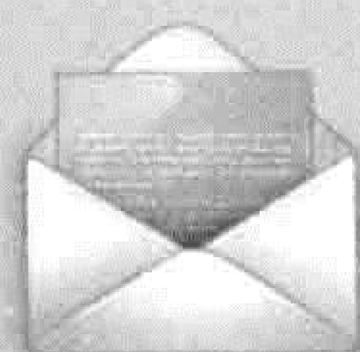
《网格交易法——数学+传统智慧战胜华尔街》
林万佳 著
ISBN 978-7-121-19056-8
定价：59.80元



《解密对冲基金指数与策略》
对冲网阿尔法研究中心 组编
卢扬洲 李凌飞 等编著
ISBN 978-7-121-19088-9
定价：65.00元



《保本投资法——不跌的股票》
林万佳 著
ISBN 978-7-121-19057-5
定价：55.00元



投稿邮箱：libing@phei.com.cn

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

揭秘藏在公司数据背后的游戏规则；洞悉公司数据背后不可告人的秘密；判断股票的卖出与做空时机；总结判断股票是否大跌的准则。

在Crazy Eddie的案例中，我们成功进行了多年的金融欺诈活动，这是因为绝大多数的华尔街分析家和投资者认为，我们报告的财务等数据理所当然是真实和公正的。《数字揭秘——构建股票多空投资策略》一书教会了投资者用批判性的眼光去看到数字背后的秘密，并且识别出潜在的陷阱，这会帮助他们避免那些带有欺诈性质的公司带来的损失。

——Sam E.Anter，Crazy Eddie公司前首席财务官，因金融欺诈而被定罪入狱

据我所知，在帮助读者如何判断公司的盈余质量这个问题上，没有其他书籍比本书更好了。学会它，你能避免股票投资中可能的巨大损失，并能反向做空获利。不仅如此，本书还会告诉你如何投资小盘股获利，其中所教的方法让价值投资之父——本杰明·格雷厄姆也为之惊叹。每一位投资者都应当学会这些方法。

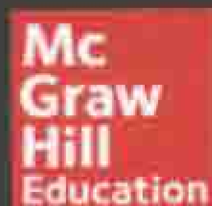
——Jeff Fischer，组合基金经理，Motley Fool公司专家

本书通俗易懂，作者教会我们如何运用相关的度量方法去揭露公司的金融欺诈行为，并发掘出最好的卖空时机，避免持有那些可能对自己的投资组合带来极大破坏的股票，从而维护自己的财富。本书是你避开股市雷区的最佳工具之一。

——Jeffrey A. Hirsch，Magnet Æ基金首席市场策略官
Stock & Commodity Trader's Almanacs主编

这是一本想在股市中赚钱的人必读的书！投资者必须面对公司财务数据背后赤裸裸的真相。这是我读到的最好的投资类书籍之一。

——Tom Meredith，戴尔公司前首席财务官，风险投资家



McGraw-Hill
全球智慧中文化
http://www.mheducation.com





责任编辑：高洪霞
封面设计：李　玲

上架建议：股票交易



定价：59.00元